

Listeføringsplikten jf. verdipapirhandelloven § 3-5

Plikten til å føre liste over personer med tilgang til innsideinformasjon

Kandidatnummer: 512

Leveringsfrist: 25.11.2012

Antall ord: 16.603



Innholdsfortegnelse

1	INNLEDNING	1
1.1	Presentasjon av tema for oppgaven	1
1.2	Nærmere om tema og særlige problemstillinger	2
1.3	Rettskildebildet.....	4
1.3.1	Relevante rettskilder etter intern rett.....	5
1.3.2	EØS-rett som rettskildefaktor	7
1.4	Definisjoner	10
1.4.1	Innsideinformasjon.....	10
1.4.2	Finansielle instrumenter og regulert marked.....	12
2	RETTSLIGE UTGANGSPUNKTER.....	14
2.1	Innledende bemerkninger	14
2.2	Misbruk av innsideinformasjon mv.....	15
2.3	Håndtering av innsideinformasjon.....	17
2.3.1	Løpende informasjonsplikt.....	17
2.3.2	Taushetsplikt, tilbørlig aktsom håndtering og rutiner for sikker behandling.....	20
3	LISTEFØRINGSPLIKEN ETTER § 3-5.....	22
3.1	Innledende bemerkninger	22
3.2	Pliktsubjekt	22
3.3	Krav til innsidelisten.....	25
3.3.1	Form	25
3.3.2	Innhold	26
3.4	”Opplysningsplikt”	29
3.5	Når utløses listeføringsplikten og hvem skal føres?	33
3.5.1	Utgangspunkter	33
3.5.2	Hvem skal listeføres?	34

3.5.3	Når utløses plikten til å føre liste?.....	42
3.6	Er det rom for innskrenkende tolkning av § 3-5?.....	45
3.6.1	Innskrenkende tolkning i forhold til tidspunktet for listeføring.....	45
3.6.2	Kan utsteder føre personer før det er klart om de faktisk får tilgang?	49
3.7	Straff for mangelfull listeføring.....	51
4	AVSLUTTENDE BEMERKNINGER	53
	LITTERATURLISTE	56

1 INNLEDNING

1.1 Presentasjon av tema for oppgaven

Tema for oppgaven er plikten som pålegges utstedere av finansielle instrumenter til å føre liste over personer som gis tilgang til innsideinformasjon jf. lov om verdipapirhandel av 29. juni 2007 nr. 75 (verdipapirhandelloven) § 3-5. Bestemmelsen lyder:

”§ 3-5 Liste over personer med tilgang til innsideinformasjon

(1) Utsteder av finansielle instrumenter skal sørge for at det føres en liste over personer som gis tilgang til innsideinformasjon. Dersom en person som gis tilgang til innsideinformasjon er en juridisk person, skal listen omfatte dennes ansatte, tillitsvalgte, medhjelpere mv. som gis tilgang til informasjonen.

(2) Listen skal oppdateres fortløpende og inneholde opplysninger om identiteten til personene med tilgang til innsideinformasjonen, dato og klokkeslett personene fikk tilgang til slik informasjon, funksjonen til personene, årsaken til at personene er på listen og dato for nedtegning og endring av listen. Listen skal oppbevares på betryggende vis i minst fem år etter utarbeidelse eller oppdatering, og oversendes Finanstilsynet på forespørsel.

(3) Utsteder av finansielle instrumenter skal sørge for at personer som gis tilgang til innsideinformasjon er kjent med de plikter og ansvar dette innebærer, samt straffeansvaret som er forbundet med misbruk eller uberettiget distribusjon av slike opplysninger. Utsteder av finansielle instrumenter skal kunne dokumentere overfor Finanstilsynet at personer som gis tilgang til innsideinformasjon er kjent med sine plikter etter første punktum.”

Kjernen i bestemmelsen er at selskap med finansielle instrumenter utstedt i regulert marked må sørge for en fullstendig, oppdatert og spesifikk oversikt over personer som gis tilgang til innsideinformasjon, en såkalt innsiderliste.¹

Listeføringsplikten har som formål å legge til rette for en effektiv kontroll med forbudet mot misbruk av innsideinformasjon i verdipapirmarkedet. Listene skal på forespørsel oversendes Finanstilsynet jf. verdipapirhandelloven § 3-5 andre ledd eller regulert marked jf. verdipapirhandelloven § 5-3 andre ledd. Således sørger listene for notoritet rundt hvem som har eller hadde tilgang til innsideinformasjon i bestemte tilfeller, og myndighetene kan bruke opplysningene til å kontrollere om de som hadde tilgang har misbrukt informasjonen gjennom å ha handlet i markedet på bakgrunn av informasjonen jf. verdipapirhandelloven § 3-3. Plikten medfører også økt bevissthet rundt hvem som gis innsideinformasjon.²

Utstederselskapet plikter å ha rutiner for sikker behandling av innsideinformasjon jf. verdipapirhandelloven § 3-4 andre ledd, og et krav til å føre liste over dem som får tilgang øker behovet for rutiner som gir utsteder muligheten til å ha tilstrekkelig kontroll over informasjonsflyten. En preventiv effekt ligger også i kravet til å sørge for at de som gis tilgang er kjent med hva det innebærer å være innsider.

1.2 Nærmere om tema og særlige problemstillinger

Oppgavens tema er som nevnt listeføringsplikten som følger av verdipapirhandelloven § 3-5. En tolkning av bestemmelsen reiser to hovedproblemstillinger:

Den første hovedproblemstillingen relaterer seg til når listeføringsplikten utløses. Loven sier i utgangspunktet kun at det skal ”*føres en liste over personer som gis tilgang til innsideinformasjon*”. Det kan ikke leses direkte ut av plikten i § 3-5 første ledd hva som utløser listeføringsplikten og når listen må startes ført. Er det noe krav til hva

¹ For definisjoner av sentrale begreper, se punkt 1.4. Nærmere vurdering av pliktsubjektet, se punkt 3.2

² NOU 1996:2 side 66 ifine

innsideinformasjonen må angå? Skal liste opprettes fra og med det tidspunkt innsideinformasjon oppstår, eller kan utsteder starte listeføringen på et tidligere eller senere tidspunkt?

Den andre hovedproblemstillingen relaterer seg til hvem som kvalifiserer til å stå på listen. Når kan en si at en person ”*gis tilgang til*” innsideinformasjon? I forlengelsen av dette er det spørsmål om utsteder ved siden av å føre personer som gis tilgang kan føre flere personer enn det som strengt tatt kreves, på bakgrunn av at disse (erfaringsmessig) vil få tilgang i nær fremtid.

Bakgrunnen for hovedproblemstillingene som er reist kan illustreres med at flere børsnoterte selskap har eller har hatt som praksis å starte listeføring noe før innsideinformasjon foreligger når det er på det rene at innsideinformasjon vil foreligge om relativt kort tid, men hvor det er uklart når innsideinformasjonen vil foreligge. Et praktisk eksempel er mindre noterte oljeselskaper som skal bore brønner i Nordsjøen, og hvor utfallet av boringen vil gi stort utslag på selskapets børskurs. Er brønnen tørr vil selskapets aksjer falle sterkt i verdi. Dersom det påvises olje og/eller gass av en viss utvinnbar mengde/kvalitet vil kursen på selskapets aksjer stige tilsvarende sterkt.

I mange tilfeller vil tiden det går fra boringen starter til man når reservoaret og til man får tilstrekkelig kunnskap for å kunne konkludere om det foreligger (drivverdig) forekomst av hydrokarboner være høyst usikker. Dette kompliseres ytterligere ved at kunnskap knyttet til boringen øker med tiden, og overgangen til opplysninger som må anses som innsideinformasjon er glidende. Ett eksempel kan være at selskapet skal bore seg gjennom to reservoarer, og manglende påvisning av hydrokarboner i det første reservoaret gir en sterk indikasjon på at også neste reservoar er tørr. Flere oljeselskaper har derfor hatt en praksis med å starte listeføringen for eksempel i det boringen av reservoaret starter, og at man da setter opp alle personene som vil få tilgang til sensitiv informasjon (såkalt "all in policy"). Dette er en praksis som flere selskaper har oppfattet som akseptert av Oslo Børs.

I senere tid har tilsynsmyndighetene hatt særlig fokus på korrekt føring av innsidelister. Per september 2012 hadde ØKOKRIM i løpet av de seneste månedene ilagt seks ulike utstederselskap forelegg for mangelfull listeføring.³ Minst tre av selskapene var oljeselskaper som hadde ført mangelfulle lister i forbindelse med oljeleting. Samtlige seks foretak har vedtatt foreleggene som varierte i størrelsesorden mellom 75.000 og 3.000.000 kroner. Flere av selskapene har uttalt at de anser foreleggene som urettmessige, men at de vedtar for å slippe videre prosess. Selskapene hevder i visse tilfeller at de opplever store praktiske problemer med å oppfylle lovens krav til presise lister.

Analysen og vurderingen av § 3-5 avgrenses mot innsideinformasjon i relasjon til varederivater. Varederivater har en særegen karakter, og det finnes normalt sett ikke noen utsteder av varederivater i ordinær forstand.⁴ Dessuten er innsideinformasjon om varederivater knyttet til informasjon om derivatene, og ikke informasjon knyttet direkte eller indirekte til den som har ”utstedt” derivatene.⁵ Deres natur gjør altså at transaksjoner knyttet til varederivater ikke omfattes av alle reglene i verdipapirhandelloven, og det er holdepunkter for å anta at § 3-5 er en regel som ikke vil være aktuell for varederivaters del.⁶ Det vil også avgrenses mot spørsmål i tilknytning til verdipapirhandellovens § 3-13 som sier at reglene ikke kommer til anvendelse for disposisjoner foretatt i forbindelse med en EØS-stats penge- eller valutapolitikk eller styring av offentlig gjeld.

1.3 Rettskildebildet

Problemstillingene vil vurderes ut i fra de alminnelige rettskildeprinsipper. I dette avsnittet vil jeg identifisere hvilke rettskilder som vil være relevante å se hen til i forhold til tolkningen av verdipapirhandelloven § 3-5.

³ Se <http://www.okokrim.no/forelegg-for-manglende-listefoering1> [sitert 10.09.1012]

⁴ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) punkt 4.5

⁵ Jf. verdipapirhandelloven § 3-2 fjerde ledd

⁶ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) punkt 3.3 infine

1.3.1 Relevante rettskilder etter intern rett

Det rettslige utgangspunkt vil være verdipapirhandelloven § 3-5 første ledd, og en naturlig språklig forståelse av begrepene som der brukes. Både en isolert tolkning og en tolkning basert på sammenhengen i bestemmelsen og loven for øvrig vil kunne si noe om hvordan regelen skal forstås.

Ved tolkningstvil vil andre relevante rettskildefaktorer kunne bidra som argumenter ved tolkningen. I slike tilfeller kan andre rettskildefaktorer få avgjørende vekt.⁷

Listeføringsplikten er straffesanksjonert jf. verdipapirhandelloven § 17-3 andre ledd nr. 1, noe som kan få betydning for tolkingen. Legalitetsprinsippet i grunnloven § 96 stiller i slike tilfeller krav til en viss klarhet i lovteksten.⁸ Et krav som skal sørge for å hindre vilkårlige avgjørelser og rettsuvisshet. Pliktsubjektet skal i prinsippet gjennom å lese lovteksten ha mulighet til å forutberegne sin rettsstilling, og kunne innrette seg deretter. Klarhetskravet er relativt og avhenger blant annet av rettsområde, arten av inngrep og hvordan inngrepet rammer.⁹ Men til en viss grad vil kravet også sette skranker for hvordan listeføringsplikten etter § 3-5 kan forstås.

En sentral rettskildefaktor ved siden av lovens ordlyd er lovens forarbeider, som kan gi holdepunkter for hva lovgiver mente og hvilke formål og hensyn regelen bygger på. Når det gjelder listeføringsplikten har den en forhistorie som bør nevnes i relasjon til hvilke forarbeider som kan anses som relevante for tolkningen av bestemmelsen slik den er i dag. Før 2005 inneholdt verdipapirhandelloven av 1997 en regel om listeføringsplikt i § 2-2 tredje ledd. Denne regelen fastsatte en plikt for børsnoterte foretak til å føre liste over personer som ”mottar opplysninger som nevnt i § 2-1 første ledd og som ikke er ansatt eller tillitsmann i foretaket”. I 2005 ble bestemmelsen endret og utvidet i tråd med EUs Market Abuse Directive (MAD) til også å gjelde informasjonsdeling internt, og inntatt i en egen

⁷ Eskeland (2006) side 151

⁸ Kongeriget Norges Grundlov av 17. mai 1814

⁹ Rt. 1995 s. 530, side 537, Rt. 2001 s. 382

bestemmelse, § 2-5.¹⁰ § 3-5 er en direkte videreføring av den tidligere lovens § 2-5, og forarbeidene til den eldre bestemmelsen vil være relevante forarbeider, herunder særlig Ot.prp. nr. 12 (2004-2005).¹¹ Visse momenter fra forarbeidene til 1997-lovens tidligere § 2-2 tredje ledd kan fortsatt være av relevans, men det må tas hensyn til at regelen ble vesentlig endret i 2005.

Det finnes ingen rettspraksis som direkte omhandler listeføringsplikten, samtlige saker som har vært oppe til vurdering hos ØKOKRIM har til nå resultert i vedtatte forelegg.

I mangel av rettspraksis vil forvaltningspraksis være mer relevant som rettskildefaktor. Domstolene har i særlige tilfeller tillagt slik praksis avgjørende vekt der praksisen er fast utbredt og varig.¹² Forvaltningen av verdipapirhandeloven er i hovedsak delegert til Finanstilsynet jf. blant annet verdipapirhandeloven § 15-1 andre ledd. Tilsynet utsteder med jevne mellomrom rundskriv som gir uttrykk for deres tolkning av relevante regler, tolkninger de også vil legge til grunn ved utøvelsen av sin tilsynsvirksomhet.¹³ Per i dag er det Finanstilsynets rundskriv av 28/2011 som gjelder for tolkningen av verdipapirhandelovens kapittel 3 og 4.¹⁴ I forhold til listeføringsplikten er tilsynets kontroll med overholdelsen begrenset til vurderinger av om det foreligger grunnlag for å anmelde forholdet eller ikke. Det er vanskelig å vurdere i hvilken utstrekning det som legges til grunn i rundskrivet praktiseres ved disse vurderingene. Selv om det er grunn til å anta at tilsynet legger sine egne vurderinger til grunn, vil det bli vist til rundskrivet som rettsoppfatninger fra offentlig organ, snarere enn forvaltningspraksis. Men i og med at rundskrivene er gjort lett tilgjengelig og ment som veiledning for dem som er berørt av reglene, vil tilsynets tolkningspraksis likevel kunne tillegges relativt stor vekt. En tolkning i

¹⁰ EUs direktiv 2003/6/EC, implementert ved lov av 4. mars 2005 nr. 11

¹¹ NOU 2006:3 side 241

¹² Eckhoff (2001) side 233 flg.

¹³ Rundskriv 28/2011 punkt 1

¹⁴ Rundskrivet erstatter rundskriv 9/2009 jf. punkt 1, men er stort sett likelydende når det gjelder § 3-5

tråd med det som fremgår av rundskrivet vil bidra til rettssubjektenes forutberegnelighet og styrke strafferettssystemets legitimitet.¹⁵ Men vekten vil avhenge av om en tolkning basert på Finanstilsynets oppfatninger er i pliktsubjektenes favør eller ufavør.

Det finnes ingen juridisk teori som omhandler listeføringsplikten, men reelle hensyn kan tjene som relevant rettskildefaktor. Eskeland definerer reelle hensyn som "*verdier som det kan eller skal legges vekt på for å komme fram til et godt tolkningsresultat*".¹⁶ I utgangspunktet vil ikke slike godhetsbetraktninger tillegges særlig stor vekt, men der hvor ingen andre rettskildefaktorer med tyngde taler for eller mot en bestemt tolkning kan slike hensyn få noe større betydning.

1.3.2 EØS-rett som rettskildefaktor

Verdipapirhandelloven § 3-5 implementerer som nevnt en EØS-rettslig forpliktelse som følger av MAD art. 6 nr 3 tredje avsnitt.¹⁷ At bestemmelsen er gjennomført på bakgrunn av en EØS-rettslig forpliktelse kan få betydning for tolkningen av regelen slik den er kommet til uttrykk i norsk rett. Etter den engelske språkversjonen av MAD art. 6 nr 3 kreves det at medlemsstatene skal sørge for at "*issuers, or persons acting on their behalf or for their account, draw up a list of those persons working for them, under a contract of employment or otherwise, who have access to inside information*".¹⁸ Samtlige språkversjoner av EU-rettslige direktiver og forordninger anses som like gyldige, og ved ulikheter mellom dem skal regelen tolkes i tråd med bakenforliggende formål og mening.¹⁹ Slike holdepunkter vil kunne fremgå av direktivets forale. Fortalene har i stor utstrekning samme funksjon som våre forarbeider.²⁰

¹⁵ Eskeland (2006) side 149

¹⁶ Eskeland (2006) side 130

¹⁷ Inn tatt i EØS-avtalen ved EØS-komiteens beslutning nr. 38/2004 av 23. april 2004, jf. EØS-avtalen vedlegg IX nytt punkt 29a

¹⁸ Det er naturlig å ta utgangspunkt i den engelske språkversjonen av MAD

¹⁹ EØS-rett (2011) side 44-45

²⁰ EØS-rett (2011) side 53

Innholdet i listeføringsplikten er videre utdypet i kommisjonsdirektiv 2004/72/EC (tredje gjennomføringsdirektiv) art. 5. Bestemmelsens første avsnitt lyder: *“For the purposes of applying the third subparagraph of Article 6(3) of Directive 2003/6/EC, Member States shall ensure that lists of insiders include all persons covered by that Article who have access to inside information relating, directly or indirectly, to the issuer, whether on a regular or occasional basis.”* Hva gjelder krav til listens innhold skal det som et minimum kreves at listen inneholder identiteten til dem som har adgang til innsideinformasjon samt årsaken til at disse står på listen, i tillegg til at det skal fremgå når listen ble utarbeidet og ajourført jf. artikkelens andre avsnitt. I tredje avsnitt listes det opp situasjoner som utløser plikten til å oppdatere listen. Listen skal oppdateres omgående:

*“(a) whenever there is a change in the reason why any person is already on the list;
(b) whenever any new person has to be added to the list;
(c) by mentioning whether and when any person already on the list has no longer access to inside information.”*

Det følger av EØS-avtalens art 7 litra b at man ikke er forpliktet til å implementere direktiver ordrett. Statene er i forbindelse med implementering av direktiver overlatt til selv å bestemme form og midler for gjennomføring, samtidig som de har en viss skjønnsmargin med hensyn til bestemmelsen innhold.²¹ Også MAD selv gir uttrykk for at direktivet kun tar sikte på å sette brede, generelle grunnprinsipper.²² Dette får i andre omgang betydning for tolkningen av den internrettslige regel.

²¹ EØS-rett (2011) side 51

²² MAD portalens punkt 4

Er man etter en tolkning i tvil om den interne regel er i tråd med slik regelen er etter EØS-retten, står man overfor et tolkningsspørsmål. Forrangsbestemmelsen i EØS-loven § 2²³ ikke får anvendelse i slike tilfeller, da den gjelder kun ved konflikt mellom regler etter intern rett hvor den ene av dem har sin bakgrunn i EØS-retten. Ved tolkningsspørsmål mellom intern regel og EØS-rettslig regel må spørsmålet søkes løst gjennom presumpsjonsprinsippet, som innebærer at man så langt mulig presumerer at den interne regel samsvarer med den EØS-rettslige forpliktelse. Tolkningsprinsippets rekkevidde er dog begrenset, og det avhenger av omstendighetene rundt den relevante bestemmelsen om den interne regel kan presumeres å være i samsvar med den EØS-rettslige. Blant annet har det betydning hvordan lovgiver har gått frem for å oppfylle den EØS-rettslige forpliktelsen.²⁴ Prinsippets begrensede rekkevidde viser seg særlig der lovgiver har uttrykt at det ikke var meningen å etterkomme den EØS-rettslige ordlyden fullt ut.²⁵ Uten slike holdepunkter kan det derimot legges til grunn at lovgiver har søkt å oppfylle forpliktelsen slik den er etter EØS-retten, og regelen skal tolkes i tråd med den EØS-rettslige forpliktelse.²⁶

Foreligger det direkte motstrid mellom reglene som ikke kan tolkes vekk ved hjelp av presumpsjonsprinsippet, vil løsningen bero på hvilken konsekvens en regel i tråd med EØS-retten vil få for borgerne. Innebærer EØS-regelen en forverret stilling for borgerne sammenlignet med regelen etter intern rett, vil EØS-regelen aldri skulle gis forrang.²⁷ Dette er også i tråd med legalitetsprinsippet etter norsk rett.

²³ Lov om gjennomføring i norsk rett av hoveddelen i avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS) m.v. av 27. november 1992 nr. 109

²⁴ EØS-rett (2011) side 267

²⁵ EØS-rett (2011) side 267

²⁶ Bergo (2008) side 17

²⁷ EØS-rett (2011) side 673

1.4 Definisjoner

1.4.1 Innsideinformasjon

Et av de mest sentrale og mest omfattende begrepene i verdipapirhandelloven er ”innsideinformasjon”. Ordet brukes gjennomgående som et koblingsord for regler som tar sikte på å regulere markedsadferden. Begrepet blir også brukt i forbindelse med plikter som utløses ved besittelse av slik informasjon, som for eksempel taushetsplikten og kravet til aktsom håndtering jf. § 3-4. Selv om det kan oppstå vanskelige grensespørsmål ved avgjørelsen av hvilke opplysninger som har tilstrekkelig karakter av å være innsideinformasjon, vil jeg nøye meg med en kortere redegjørelse av definisjonen. Spesialdefinisjonen av innsideinformasjon knyttet til varederivater vil bli holdt utenfor.²⁸

En legaldefinisjon finner vi i lovens § 3-2 første ledd:

”Med innsideinformasjon menes presise opplysninger om de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, og som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.”

Bestemmelsen inneholder tre kumulative vilkår eller kriterier for at opplysningene skal være å anse som innsideinformasjon. Det må være tale om ”presise opplysninger”, som er ”egnet til å påvirke kursen” og som ”ikke er offentlig tilgjengelige eller allment kjent”.

Det første kriteriet er at opplysningene må være tilstrekkelig presise. Vilkåret er nærmere definert i bestemmelsens andre ledd:

²⁸ På grunn av varederivaters særegne karakter som gjør at den generelle definisjonen av innsideinformasjon ikke passer, inneholder loven en spesialdefinisjon i § 3-2 fjerde ledd.

”Med presise opplysninger menes opplysninger som indikerer at en eller flere omstendigheter eller begivenheter har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe og som er tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om den mulige påvirkningen av disse omstendighetene eller begivenhetene på kursen til de finansielle instrumentene eller de tilknyttede finansielle instrumentene.”

Definisjonen inneholder to vilkår som må foreligge for at opplysningene er å anse som tilstrekkelig presise. For det første må opplysningene være presise i den forstand at de må knytte seg til en situasjon som enten foreligger eller som med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe. Er det kun en fjerntliggende mulighet for at begivenheten vil inntreffe, vil det altså ikke kunne være snakk om innsideinformasjon. Men det kreves ikke mye, det er tilstrekkelig med ”rimelig grunn”. Utenfor faller upresise opplysninger som kan danne grunnlag for videre rykter og spekulasjoner.²⁹ I tillegg til opplysningenes rot i virkeligheten må opplysningene være spesifikke nok til at man kan trekke konkrete slutninger om hvilken retning den mulige påvirkning vil få på kursen til de finansielle eller tilknyttede finansielle instrumentene. Er ikke opplysningene tilstrekkelig presise i så måte er det ikke noe grunnlag for å si at investorer som er i besittelse av opplysningene har noen fordel av dem, og kan misbruke dem i lovens forstand.

Hva som kreves i forhold til kravet til merkbar kurspåvirkning defineres nærmere i bestemmelsens tredje ledd:

”Med opplysninger som er egnet til å påvirke kursen til finansielle instrumenter eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, menes opplysninger som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning.”

²⁹ NOU 1996:2 side 56

Leser man § 3-2 første ledd isolert vil en naturlig språklig forståelse være at en kurspåvirkningseffekt ikke alene er tilstrekkelig, men at det i tillegg stilles krav til at den potensielle påvirkningen er merkbar. Den nærmere definisjonen i tredje ledd taler derimot for at det avgjørende er om en fornuftig investor ville benyttet opplysningene som del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning. At det ikke er noe tilleggsvilkår at påvirkningen må være merkbar er også lagt til grunn av Høyesterett, som finner støtte både i bestemmelsens forarbeid og forhistorie samt EØS-retten.³⁰ Således vil kurspåvirkningseffekten alene avhenge av en mer hypotetisk vurdering av hvorvidt en fornuftig investor ville lagt vekt på opplysningene. Dette er i tråd med den tolkning Finanstilsynet har lagt til grunn i sitt seneste rundskriv.³¹

Det siste avgjørende kriteriet for at opplysningene er å karakterisere som innsideinformasjon er at de ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet. Årsaken til denne begrensningen har sin naturlige forklaring i at dersom alle har mulighet til å gjøre seg kjent med de kurssensitive opplysningene, har de også mulighet til å foreta likeverdige investeringsbeslutninger. Når dette er tilfelle vil ikke hensynet bak reglene om markedsadferd gjøre seg gjeldende lengre.

Innsideinformasjon er altså opplysninger om en begivenhet som foreligger eller vil kunne inntreffe og som en investor ville lagt vekt på ved vurdering av investeringsbeslutning, men som ikke er tilgjengelig for alle. Kort sagt kan en tale om kurssensitive opplysninger.

1.4.2 Finansielle instrumenter og regulert marked

Innsideinformasjon knytter seg altså til ”*finansielle instrumenter*” og ”*tilknyttede finansielle instrumenter*”. Begrepet er også relevant i forhold til listeføringsplikten på den måten at plikten er pålagt ”*utsteder av finansielle instrumenter*”.

³⁰ Rt. 2012 s. 619, avgjørelsen opphever tingrettens dom og saken er således ikke rettskraftig avgjort.

³¹ Rundskriv 28/2011 pkt. 3.3.2

”Finansielle instrumenter” er en samlebetegnelse for omsettelige verdipapirer, verdipapirfondsandeler, pengemarkedsinstrumenter og derivater jf. verdipapirhandelloven § 2-2 første ledd. Bestemmelsen inneholder nærmere definisjoner av de ulike typene finansielle instrumenter i andre til femte ledd, men det er ikke nødvendig å se nærmere på dette her.

I forhold til de regler som følger av verdipapirhandellovens kapittel 3 er det i utgangspunktet finansielle instrumenter ”*som er eller søkes notert på norsk regulert marked som omfattes*” jf. § 3-1 første ledd. Med ”notert” menes at de finansielle instrumentene er tatt opp til regelmessig handel ved et regulert marked. Det relevante der er tidspunktet selskapet sender formell, skriftlig søknad om opptak til handel etter de regler som gjelder for vedkommende regulerte marked.³²

Med ”*regulert marked*” menes foretak som har fått konsesjon etter børsloven § 4 til å beslutte opptak til handel av finansielle instrumenter, og som legger til rette for regelmessig omsetning av de der noterte instrumenter jf. verdipapirhandelloven § 2-3 tredje ledd jf. børsloven § 3.³³ Etter særskilt konsesjon kan regulert marked få tillatelse til å drive som børs jf. børsloven § 3 andre ledd jf. § 33.

Å beslutte opptak eller notere finansielle instrumenter er altså konsesjonspliktig virksomhet. Det er nettopp konsesjonen til å beslutte opptak og ta finansielle instrumenter opp til notering som skiller regulerte markeder fra de såkalt uregulerte markedsplassene.³⁴ En uregulert markedsplass som for eksempel en multilateral handelsfasilitet (MHF) har til sammenligning kun adgang til å legge til rette for ”*omsetning av finansielle instrumenter*” jf. verdipapirhandelloven § 2-3 fjerde ledd.

³² Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) punkt 3.5

³³ Lov om regulerte markeder av 29. juni 2007 nr. 74

³⁴ At andre markeder enn de som har konsesjon til å drive som regulert marked kalles uregulert betyr ikke at slike markeder ikke til en viss grad er regulert. Se Rognliens artikkel fra 2009, *Reguleres det uregulerte?*

I utgangspunktet kan samtlige finansielle instrumenter som faller inn under definisjonen i § 2-2 tas opp til handel på regulert marked jf. børsloven § 24 og børsforskriften § 1 første ledd.³⁵ Forskriften inneholder dog flere begrensninger blant annet med hensyn til forventninger om den allmenne investeringsinteressen i instrumentene. For børsnotering må instrumentene i tillegg være omsettelige jf. børsloven § 34 første ledd. Hvilke instrumenter som innenfor de fastsatte rammer kan tas opp til handel er opp til vedkommende markedsplass å bestemme jf. børsloven § 24 første ledd.

2 RETTSLIGE UTGANGSPUNKTER

2.1 Innledende bemerkninger

For forståelsen av listeføringsplikten vil det være hensiktsmessig med en kortere gjennomgang av ulike regler i verdipapirhandelloven som regulerer behandlingen og

³⁵ Forskrift av 29. juni 2007 nr. 875

bruken av innsideinformasjon, og formålet bak dem. De tilgrensende regler vil også kunne få betydning ved tolkningen av listeføringsplikten.

Det overordnede formål med regulering av markedsaktørenes adferd i markedet er ”å legge til rette for en sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter” jf. § 1-1. At handelen skal være ordnet og sikker peker tilbake på behovet for regulering av selve markedsplassen og oppgjørsfunksjonen.³⁶ Effektivt er markedet der prisene gjenspeiler den reelle markedsøkonomiske verdi på hvert enkelt verdipapir.³⁷ Kapitalmarkedets viktigste oppgave er å kanalisere verdier dit de kaster mest av seg, og det at aktørene har tillit til markedet er en forutsetning for et effektivt og likvid marked.³⁸ Også internasjonalt er det fremhevet at offentlighetens tillit er en nødvendig forutsetning for at markedet skal kunne bidra til økonomisk vekst og velstand.³⁹

Når det er sagt kan det nevnes at det er delte meninger om behovet for regulering av innsideinformasjon. En kan for eksempel si at det å forhindre innsidere i å handle bidrar til fare for uriktig prising på aksjene i og med at innsiderne som potensielle investorene er de som sitter på mest korrekt informasjon om selskapet, noe som hindrer at kapitalen blir kanalisert dit den gir best avkastning.⁴⁰ På tross av motargumenter anses regulering likevel som nødvendig, både nasjonalt og internasjonalt.

2.2 Misbruk av innsideinformasjon mv.

De mest grunnleggende regler i forbindelse med innsidehandelsproblematikken er regler som forbyr aktørene å bruke den innsideinformasjon de måtte være i besittelse av. For det

³⁶ NOU 1996:2 side 20

³⁷ NOU 1996:2 side 20

³⁸ NOU 1996:2 side 30 jf. side 24

³⁹ Se MAD fortalens punkt 2

⁴⁰ NOU 1996:2 side 27 og 30

første er det forbudt å misbruke innsideinformasjon gjennom å handle i markedet på bakgrunn av den. Dette følger av verdipapirhandelloven § 3-3 som også rammer tilskyndelse til slikt misbruk. Det er et vilkår for ulovlig innsidehandel at man ”*har innsideinformasjon*”, altså et krav om kunnskap. Uten kunnskap ville det heller sjeldent kunne være tale om misbruk av slik informasjon. Det er i utgangspunktet overtredelse av denne bestemmelsen innsidelisten skal bidra til å få bukt med og bevise.

Videre er det forbudt å gi råd om handel til andre med bakgrunn i den innsideinformasjon man besitter jf. § 3-7. Rådgivningsforbudet skiller seg fra forbudet mot tilskyndelse ved at det også rammer å fraråde andre til å utføre transaksjoner.⁴¹ Brudd på bestemmelsen vil foreligge for den som gir råd, uavhengig av om personen som mottar rådene skjønner at rådet er gitt på bakgrunn av innsideinformasjon, og uavhengig av om personen faktisk følger rådet eller ikke.

Forbudsbestemmelsene er gitt utvidet anvendelsesområde i forhold til de øvrige regler i lovens kapittel 3. § 3-1 gir reglene anvendelse ikke bare i relasjon til finansielle instrumenter notert på norsk regulert marked, men også instrumenter notert på regulert marked i annen EØS-stat der lovbruddet skjer i Norge. Bestemmelsene får også anvendelse ved handel gjennom norsk MHF.

Selv om forbudet mot innsidehandel kan sies å ha en negativ effekt på markedets effektivitet, sørger forbudsbestemmelsene for at investorenes tillitt ivaretas i den forstand at de har hatt mulighet til å foreta fullstendige investeringsvurderinger på lik linje med alle andre investorer.

Noe av problemet med innsidehandelsproblematikken ligger i at både investorer og meglere vil kunne ha sterke økonomiske insentiver knyttet til å misbruke

⁴¹ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) punkt 8.5

innsideinformasjon. Dessuten vil ingen av partene ha insentiv til å avsløre ulovligheter som allerede har funnet sted, da begge parter ofte risikerer straff for sine handlinger. For å redusere risikoen for innsidehandel og gjøre overtredelser enklere å oppdage og bevise inneholder loven regler om hvordan innsideinformasjon skal håndteres.

2.3 Håndtering av innsideinformasjon

2.3.1 Løpende informasjonsplikt

Lovens klare utgangspunkt er at utstedere hvis finansielle instrumenter er eller søkes notert på norsk regulert marked uoppfordret og umiddelbart skal ”*offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår utsteder, jf. § 3-2 første til tredje ledd*” jf. verdipapirhandelloven § 5-2 jf. 5-1. Bestemmelsen er en videreføring av den regel som fulgte av den tidligere børsforskriften § 5-2⁴², men ble i tråd med MAD art. 6 nr. 1 utvidet til å gjelde utstedere.⁴³

Tidspunktet for offentliggjøring tolkes og praktiseres strengt, og innebærer som hovedregel at offentliggjøring skal skje straks.⁴⁴ Informasjonsplikten gjelder dog kun i børsens åpningstid, slik at dersom innsideinformasjon oppstår utenom dette kan selskapet vente med å meddele børsen frem til børsen åpner neste dag.⁴⁵ Den bakenforliggende årsaken til dette er at det utenfor åpningstidene uansett ikke er mulig å misbruke informasjonen i vedkommende marked. Hvilket slingringsmonn som kan aksepteres ut over dette avhenger av om selskapet selv har kontroll over informasjonen, eller om de mottar informasjonen fra andre. I førstnevnte tilfelle forventes det at selskapet forbereder seg slik at markedet får den nødvendige informasjonen samtidig som den foreligger, eventuelt senest samtidig som

⁴² Forskrift av 17.01.1994 nr 30 [OPPHEVET]

⁴³ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) punkt 13.2.5

⁴⁴ Myklebust (2011) side 305

⁴⁵ Børssirkulære 3/2005 punkt 3.9.2

børsen åpner igjen. Mens der innsideinformasjonen kommer mer uforberedt på innrømmes noe mer tid til å utforme børsmelding.⁴⁶

Informasjonsplikten har til hensikt å gjøre kurssensitiv informasjon tilgjengelig for alle så raskt som mulig. Offentliggjøring sørger for informasjonssymmetri og eliminerer faren for ulovlig innsidehandel. At offentliggjøringen i utgangspunktet skal skje umiddelbart er også viktig for at markedet skal kunne oppfylle sin rolle knyttet til å sette en ”riktig” pris på de finansielle instrumenter.⁴⁷ Til tross for dette er plikten begrenset i flere henseender. Det er grunn til å påpeke at det kun er der innsideinformasjonen ikke offentliggjøres at det eventuelt blir tale om listeføringsplikt jf. definisjonen av innsideinformasjon.

Informasjonsplikten er for det første begrenset til innsideinformasjon som faller innenfor den generelle definisjonen i verdipapirhandelloven § 3-2 første til tredje ledd. § 3-2 fjerde ledd, og innsideinformasjon knyttet til varederivater faller utenfor. Dette har sammenheng med den spesielle karakter innsideinformasjon knyttet til varederivater har.

For det andre gjelder plikten kun innsideinformasjon som ”*direkte angår utsteder*”. Etter en språklig forståelse av ”*direkte angår*” faller innsideinformasjon som indirekte angår selskapet utenfor § 5-2. Dette betyr at det ikke er harmoni mellom den løpende informasjonsplikten og for eksempel misbruks- og rådgivningsforbudet, som også gjelder innsideinformasjon som indirekte angår utsteder. Leser man definisjonen av innsideinformasjon i § 3-2 første ledd ser en at utgangspunktet er at alle kursrelevante opplysninger ”*om de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold*” omfattes. Hvor skillet mellom direkte og indirekte går er ikke helt klart, men skillet er ikke relevant for listeføringsplikten og det vil ikke være nødvendig å gå nærmere inn på det

⁴⁶ Børssirkulære 3/2005 punkt 3.5.1

⁴⁷ Bergo (2008) side 101

her.⁴⁸ Men det kan være grunn til å tilføye at man kan offentliggjøre innsideinformasjon også utover det som følger av informasjonsplikten.

En annen begrensning ligger i muligheten til utsatt offentliggjøring som følger av § 5-3. Av hensyn til selskapets egen interesse som kan tilsi at umiddelbar offentliggjøring ikke er fordelaktig eller ønskelig, kan de informasjonspliktige av eget initiativ utsette offentliggjøringen på visse vilkår. Utsettelsen må være begrunnet i at umiddelbar offentliggjøring vil være til skade for selskapets legitime interesser, og utsettelsen må ikke virke villedende for allmennheten. Dersom selskapet anser vilkårene for oppfylt og dermed velger å utsette offentliggjøringen, plikter de å melde dette til vedkommende regulerte marked med en begrunnelse for utsettelsen jf. verdipapirforskriften § 5-1.⁴⁹ Således gis regulert marked mulighet til å overprøve utsettelsen, samtidig som de får en viss oversikt over i forhold til hvilke selskap det foreligger innsideinformasjon. Et eksempel der utsatt offentliggjøring er relativt normalt, er ved innsideinformasjon i forbindelse med transaksjoner. Det kan se ut som om Oslo Børs stilltiende har akseptert dette.⁵⁰

Når innsideinformasjon offentliggjøres vil opplysningene som nevnt per definisjon ikke være å anse som innsideinformasjon. Dersom innsideinformasjonen ikke offentliggjøres, enten fordi informasjonen faller utenfor informasjonsplikten eller fordi selskapet rettmessig eller utrettmessig utsetter offentliggjøringen, kan en si at innsideinformasjonen blir ”liggende” i markedet. Begrensningene i den løpende informasjonsplikten til markedet tilsvarende således i stor grad de tilfeller hvor det vil foreligge innsideinformasjon som utløser plikten til å føre liste over personer som gis tilgang til denne informasjonen.

⁴⁸ Se CESR/02-089d som ble utgitt av CESR som veiledning til statene i forbindelse med implementeringen av MAD. Det er grunn til å anta at det norske skillet bygger på det EØS-rettslige, og at lovgiver hadde kunnskap om veiledningen ved implementeringen av loven.

⁴⁹ Forskrift til verdipapirhandelloven av 29. juni 2007 nr. 876

⁵⁰ Bugge (2011) punkt 3.4.2.1

2.3.2 Taushetsplikt, tilbørlig aktsom håndtering og rutiner for sikker behandling

Der innsideinformasjon blir liggende i markedet og kun er tilgjengelig for en begrenset krets, reguleres den enkeltes håndtering gjennom regler om taushetsplikt og aktsom håndtering.

Enhver som besitter innsideinformasjon har taushetsplikt jf. § 3-4 første ledd. Plikten gjelder all innsideinformasjon og er i likhet med forbudsbestemmelsene i kraft av § 3-1 gitt utvidet anvendelsesområde. Taushetsplikten gjelder kun overfor personer som er å anse som ”*uvedkommende*” i det konkrete tilfellet. Det følger av forarbeidene at taushetsplikten med dette ikke er til hinder for informasjonsutveksling som det er begrunnet behov for.⁵¹ Informasjonsutveksling i forbindelse med vanlig saksbehandling i selskapet internt eller i forbindelse med den ordinære drift av virksomheten vil være tillatt da selskapet i slike tilfeller vil ha et naturlig og saklig behov for videreformidling.⁵² Det er også lagt til grunn at plikten ikke er til hinder for å gi opplysninger til myndighetene eller regulert marked.⁵³ Regelen vil videre kunne tolkes innskrenkende på bakgrunn av formålene bak reguleringen jf. Rt. 2012 s. 769.

Taushetsplikten har videre en funksjon i forhold til informasjonsplikten. Dersom offentliggjøring av innsideinformasjon er utsatt i medhold av § 5-3 *skal* utsettelsen avbrytes dersom selskapet får kjennskap til at innsideinformasjonen har nådd personer som ikke skulle hatt den etter taushetspliktbestemmelsen i § 3-4 jf. § 5-3 fjerde ledd. I slike tilfeller er lekkasjen å anse som en så stor trussel for markedet at hensynet til selskapets behov for fortsatt konfidensiell behandling av informasjonen anses som underordnet.

I forlengelsen av taushetsplikten pålegges enhver som er i besittelse av innsideinformasjon å sørge for tilbørlig aktsom informasjonshåndtering jf. § 3-4 andre ledd første punktum.

⁵¹ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) punkt 5.5

⁵² Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) punkt 4.2.5 jf. Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) punkt 5.5 og NOU 1996:2 side 66

⁵³ Ot.prp. nr. 72 (1990-1991) punkt 6.1, merknader til § 6a

Personer som er i besittelse av innsideinformasjon har således både en passiv og en aktiv plikt til å behandle innsideinformasjonen konfidensielt. Dette bidrar til å redusere faren for lekkasjer som øker faren for misbruk.

For utstedere og andre juridiske personer som regelmessig er i besittelse av innsideinformasjon gjelder i tillegg en plikt til å ha rutiner for sikker behandling av informasjonen jf. § 3-4 andre ledd andre punktum. Plikten gjelder uavhengig av om informasjonen vedrører selskapet selv eller andre. Dette kravet er av stor betydning for listeføringsplikten, da rutinene skal danne grunnlaget for utsteders mulighet til å føre korrekt liste.

Verken loven eller forarbeidene gir noen pekepinn på hva som kreves av rutiner for sikker håndtering, forarbeidene påpeker at kravene til hvordan informasjonen håndteres må leses i sammenheng med listeføringsplikten.⁵⁴ Dette betyr at rutinene må legges til rette for at foretakene har kontroll med informasjonsflyten, både i forhold til hvordan man får tilgang og hvem som får tilgang. Gjennom rutiner må selskapet sørge for at innsideinformasjon oppbevares på en trygg og sikker måte, slik at personer som ikke har begrunnet behov på tilgang heller ikke får det. Dette kan også i en viss utstrekning innebære en plikt til å beskytte seg mot datakriminalitet. Dessuten må rutinene legges til rette for muligheten til oversikt over hvem som gis videre tilgang til innsideinformasjonen. Dette kan for eksempel gjøres gjennom å pålegge samtlige som har tilgang en plikt til å melde fra dersom de gir informasjonen videre til andre.

⁵⁴ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) punkt 6.2

3 LISTEFØRINGSPLIKEN ETTER § 3-5

3.1 Innledende bemerkninger

Det vil i dette punkt 3 bli redegjort for listeføringsplikten.

Etter en vurdering av pliktsubjektet vil dette punkt ta for seg en vurdering av kravene som stilles til innsidelisten og den tilknyttede plikten til å sørge for at personer som gis tilgang til innsideinformasjon er kjent med de plikter og ansvar det innebærer. Ettersom det i forhold til hovedproblemstillingene vil det være nødvendig å se hen til sammenhengen i bestemmelsen og loven ellers, vil det være naturlig å behandle disse etter en behandling av det overnevnte. Straffebudet og den strafferettslige side av plikten blir behandlet kort til slutt.

Det kan være grunn til å påpeke at innsidelisten må holdes adskilt fra plikten til å føre og offentliggjøre opplysninger om hvem som er primærinnsidere i forhold til selskapet (typisk styret og ledelsen) jf. verdipapirhandelloven § 3-6 tredje ledd.⁵⁵ Å være primærinnsider er ikke i seg selv ensbetydende med at man har innsideinformasjon, men slike personer vil generelt sett ha et bedre bilde av selskapet og dets fremtidsutsikter enn andre investorer. Derfor vil deres transaksjoner i selskapet kunne tilsvare informasjon som andre investorer vil kunne anse som relevant for sin investeringsbeslutning. Notoriteten rundt hvem som er primærinnsidere er således tuftet på andre hensyn enn plikten til å føre innsideliste jf. § 3-5.

3.2 Pliktsubjekt

Etter § 3-5 første ledd pålegges plikten ”utstedere av finansielle instrumenter”.

Bestemmelsen må tolkes i samsvar med regelen om anvendelsesområde i § 3-1 første ledd. § 3-5 er kun gitt anvendelse for ”finansielle instrumenter som er eller søkes notert på norsk regulert marked”. Dette innebærer at plikten gjelder selskap hvis finansielle instrumenter er

⁵⁵ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) punkt 6.2 tredje avsnitt

tatt opp til handel ved norsk regulert marked.⁵⁶ Dersom vedkommende marked er en børs er det naturlig å omtale selve selskapet som børsnotert. Foretak kan også utstede finansielle instrumenter uten at de søkes notert ved regulert marked. Slike foretak faller etter bestemmelsens anvendelsesområde utenfor plikten til å føre innsideliste. Hvem utsteder er ellers irrelevant, plikten gjelder også utenlandske selskap notert på norsk regulert marked.

Listeføringsplikten er ikke gitt utvidet anvendelsesområde slik som forbudsbestemmelsene og taushetsplikten mv.⁵⁷ Det vil si at plikten ikke gjelder selskap med finansielle instrumenter notert på regulert marked i annen EØS-stat.⁵⁸ Heller ikke selskap hvis unoterte finansielle instrumenter handles gjennom multilaterale handelsfasiliteter. Slike markeder har som nevnt ikke konsesjon til å notere finansielle instrumenter, men de kan legge til rette for handel for både noterte og unoterte instrumenter. Hvorvidt utsteders noterte finansielle instrumenter er gjenstand for annenhåndsomsetning på en multilateral handelsfasilitet har ingen betydning for selskapets listeføringsplikt. Så lenge selskapet er notert skal innsidelister føres.

Utsteder skal ”*sørge for*” at det føres liste. Dette indikerer at de ikke pålegges noen personlig plikt til å føre listen. En kan etter en naturlig språklig forståelse av begrepet også si at utsteder har sørget for listeføring så lenge han har sørget for at andre fører rettidig liste på hans vegne. At utsteder har mulighet til å delegere ansvaret for listeføringen følger også av forarbeidene.⁵⁹

Etter verdipapirhandelloven pålegges plikten utsteder alene. Etter MAD art. 6 nr. 3 tredje avsnitt første punktum heter det at medlemsstatene er forpliktet til å sørge for at ”*issuers*,

⁵⁶ Se punkt 1.4.2

⁵⁷ Se punkt 2.2 og 2.3.2

⁵⁸ Dog vil de være forpliktet til å føre lister etter vedkommende stats regler

⁵⁹ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) punkt 6.5 tredje avsnitt

or persons acting on their behalf or for their account, draw up a list of those persons working for them". (min utheving) Den svenske språkutgaven bruker tilsvarende den sideordnede konjunksjonen *eller*, men i den danske språkversjonen sies det at både utsteder og personer som handler på vegne av utsteder eller for utsteders regning skal pålegges en listeføringsplikt.

Bruk av konjunksjonen "*eller*" utelukker ikke nødvendigvis at det kan være tale om både og. Leser en videre i bestemmelsens andre punktum fremkommer det av den engelske så vel som den danske versjonen at både utsteder og den som arbeider på regning for utsteder skal ha plikt til å holde listen ajourført og overlevere den til kompetent myndighet på forespørsel. En tolkning av MAD art. 6 nr. 3 tredje avsnitt første punktum jf. andre punktum tilsier derfor at bestemmelsen må tolkes dit hen atplikten etter EØS-retten skal pålegges den som arbeider på vegne av eller på regning for utsteder der disse har tilgang til innsideinformasjon.

I følge forarbeidene var det meningen at plikten etter norsk rett alene skulle pålegges utsteder.⁶⁰ Det sies der at utsteder er strafferettslig ansvarlig for mangelfull listeføring selv om ansvaret for den faktiske føringen er delegert, med mindre det kan sies at utsteder har gjort nok til å oppfylle vilkåret "*sørge for*". Under høringen ble det påpekt at en slik ordning kunne være i direkte strid med MAD.⁶¹ Lovgiver vurderte det dog slik at MAD ikke var til hinder for å pålegge utsteder alene det strafferettslige ansvar.

Når lovgiver på denne måten bevisst legger opp til en regel som ikke er fullt ut i tråd med slik bestemmelsen må forstås etter EØS-retten, er det som nevnt ikke rom for harmoniserende tolkning på bakgrunn av presumpsjonsprinsippet.⁶² Motstriden vil ikke kunne tolkes vekk i dette tilfellet. En tolkning i tråd med MAD vil innebære å pålegge

⁶⁰ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) punkt 6.5, jf. punkt 6.3

⁶¹ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) punkt 6.4

⁶² Se punkt 1.3.2

andre plikter som de ikke har etter loven, og det vil også være i strid med legalitetsprinsippet å legge en slik utvidet tolkning til grunn her.⁶³

Forskjeller mellom intern lovgivning og den EØS-rettslige forpliktelse er ikke ensbetydende med at det foreligger brudd på forpliktelsen. Som nevnt gir MAD kun uttrykk for generelle grunnprinsipper, og listeføringsprinsippet kan sies å være like godt ivaretatt selv om utsteder alene stilles som pliktsubjekt. Det relevante må sies å være at statene sørger for at *noen* har ansvar for at innsidelister lages. I og med at norske myndigheter har pålagt utsteder en straffebelagt plikt til å føre enhver på liste, samt åpnet for delegering, kan en si at ordningen er tilstrekkelig. Listeføringsprinsippet kan med dette sies å være like godt ivaretatt, og det kan ikke sies å foreligge direkte brudd på forpliktelsen.

3.3 Krav til innsidelisten

3.3.1 Form

§ 3-5 stiller ingen krav til hvilken form innsidelisten skal ha. I følge forarbeidene er det tilstrekkelig at listen er lesbar.⁶⁴ Det må altså kunne legges til grunn at utsteder selv kan velge måten listen føres på.

Det følger heller ikke klart av lovbestemmelsen om det skal opprettes ulike lister for ulike begivenheter, eller om det er tilstrekkelig med en liste som samlet gir oversikt over hvem som er innsidere, uavhengig av hvilken innsideinformasjon de fikk tilgang til. Men ordlyden taler for at det er tilstrekkelig med én liste. Dette blir også lag til grunn i

⁶³ EØS-rett (2011) side 270

⁶⁴ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) punkt 6.5 infine

Finanstilsynets rundskriv, men de uttaler at det vil være mer hensiktsmessig å føre en liste for hver begivenhet.⁶⁵

3.3.2 Innhold

Etter § 3-5 andre ledd første punktum skal listen ” *inneholde opplysninger om identiteten til personene med tilgang til innsideinformasjon, dato og klokkeslett personene fikk tilgang til slik informasjon, funksjonene til personene, årsaken til at personene er på listen og dato for nedtegning og endring av listen.*” Innholdskravene relaterer seg i stor grad til de personer som listeføres. Nærmere om hvem som skal føres behandles i punkt 3.5.2, her er fokuset på hvilke krav som stilles til listens innhold i snever forstand.

Kravene til å identifisere personene og deres funksjon er ikke særlig problematisk. En person identifiseres gjennom bruk av fullt navn, mens juridiske personer kan identifiseres gjennom navn og/eller registrert foretaksnummer. Det relevante er at informasjonen skal gi myndighetene mulighet til å gjenfinne og oppsøke vedkommende. En persons funksjon vil være hvilken funksjon vedkommende har i forhold til selskapet, for eksempel revisor.

Isolert sett er også kravet til dato og klokkeslett greit å forstå innholdet av, det skal vise når personene ”*fikk tilgang*”. Det følger av forarbeidene at kravet skal praktiseres strengt, og at tidspunktet helt ned til det faktiske klokkeslett ble ansett som et viktig moment for å bevise eventuell overtredelse.⁶⁶ Men ut i fra formålet bak loven kan det sies at en streng praktisering ikke er nødvendig i alle tilfeller. Etter § 3-3 om misbruk av innsideinformasjon er det som nevnt et vilkår at personen hadde kunnskap om innsideinformasjon på tidspunktet for transaksjonen. Uansett hvor presise listene er vil de ikke kunne gi annet enn en presumsjon for at personen på listen var i posisjon til å ha kunnskap, i og med at § 3-5 kun krever ført personer med ”*tilgang til innsideinformasjon*” og at det heller ikke kreves opplyst om personene faktisk har fått kunnskap. På den annen side vil tidspunktet

⁶⁵ Rundskriv 9/2009 punkt 6.5

⁶⁶ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) punkt 6.5

sammenholdt med årsaken kunne gi myndighetene ytterligere informasjon som kan bidra som bevis for når personen faktisk hadde kunnskap. Men dette fordrer selvfølgelig at de tidspunktene som fremgår av listen er 100 % nøyaktige. I praksis kan personene ha fått kunnskap både på et tidligere og på et senere tidspunkt enn det tidspunkt da utsteder anså tilgang for å foreligge. Således bør ikke nødvendigvis presist klokkeslett kreves for enhver pris.

I rundskrivet legges det til grunn at kravet til klokkeslett kun gjelder så langt det er ”praktisk mulig”.⁶⁷ Dette taler for at det i visse tilfeller er mulig å tolke kravet innskrenkende til en viss grad. Men som eksempel nevnes det i rundskrivet at avsendelsestidspunktet for en styreinncallelse vil være tilstrekkelig, og det virker ikke som om deres uttalelse er ment som at det kan løses særlig på kravet. I hvilken grad en innskrenkende tolkning er mulig blir behandlet nærmere under punkt 3.6 i forbindelse med hovedproblemstillingene.

Når det gjelder kravet til årsak for at personen er på listen er det litt mer uklart hva som menes. Ordlyden sier at det er årsaken til at ”*personene er på listen*” som skal nedtegnes. Årsaken til at personene er på listen er at de har fått tilgang til innsideinformasjon. Skulle ordlyden her tolkes på ordet ville kravet vært meningsløst i den forstand at en slik opplysning implisitt allerede følger av at personen er ført på innsideliste. Kravet bør derfor tolkes slik at den årsak som fremgår av listen gir noe mer enn det som allerede er opplagt. Den bakenforliggende årsaken til at personene er på listen er årsaken til at personene fikk tilgang til innsideinformasjon, altså informasjon om i hvilken egenskap personene fikk tilgang. En slik tolkning støttes av uttalelser i rundskrivet, hvor det legges til grunn at årsaken skal angis for å identifisere tilknytningsforholdet mellom personen og innsideinformasjonen.⁶⁸ Årsaken som skal føres er etter dette for eksempel at vedkommende arbeider med det kurssensitive prosjektet som ga opphav til

⁶⁷ Rundskriv 28/2011 punkt 6.5

⁶⁸ Rundskriv 28/2011 punkt 6.5

innsideinformasjon, eller at personen har fått tilgang i egenskap av å være juridisk eller finansiell rådgiver for selskapet. Således vil årsaken kunne gi myndighetene informasjon som kan tjene som videre bevis på om personen hadde kunnskap eller ikke i dersom han i perioden har utført transaksjoner i selskapet. Opplysningen om årsaken kan også brukes til å vurdere selskapets rutiner i forhold til hvem som gis innsideinformasjon.

Listen skal ”oppdateres fortløpende” jf. § 3-5 andre ledd første punktum. Dette innebærer at nye personer må tilføyes listen etter hvert som disse får tilgang, og da med korrekte opplysninger. Listen skal ikke bare holdes oppdatert, den skal også lagres i minst fem år etter siste oppdatering jf. § 3-5 andre ledd tredje punktum. Dette kravet innebærer at listen personer ikke kan fjernes eller listen kastes dersom det ikke lengre foreligger innsideinformasjon.

Hva som kreves av oppdateringer ut over dette kan ikke leses direkte ut av ordlyden. Heller ikke i forarbeidene uttales det hva som kreves, men det fremgår der at presiseringen av at listen skal holdes oppdatert bygget på Kredittilsynets forslag.⁶⁹ Kredittilsynets forslag gikk ut på å implementere art. 5 nr. 2 og nr. 3 langt på vei, men med enkelte presiseringer.⁷⁰ Presiseringene relaterer seg i utgangspunktet til selve kravet til listens innhold, som for eksempel ved å stille krav til dato og klokkeslett for når hver enkelt fikk tilgang. Det fremgår derfor ikke av lovens forarbeider noe som skulle tilsi at kravet til oppdatering ikke var ment å gjelde fullt ut.

Etter tredje gjennomføringsdirektiv art. 5 nr. 3 skal listen oppdateres også når årsaken til at personene står på listen endres, og når personer som står på listen ikke lengre har adgang til intern viten, da med tidspunkt for når de ikke lengre hadde tilgang.

⁶⁹ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) punkt 6.5

⁷⁰ Ibid punkt 6.3

Kravet til oppdatering av listen må tolkes i samsvar med direktivets krav, og listen skal med det oppdateres både når nye personer får tilgang, når personer ikke lenger har tilgang og når årsaken til at de har tilgang endres. Dette innebærer at det stilles krav som ikke direkte kan leses ut av ordlyden i § 3-5, noe som i utgangspunktet kan være problematisk i forhold til klarhetskravet. Men at oppdatering skal skje ved endringer i personkretsen, og at dato for når personer ikke lenger skal stå på listen skal tilføyes følger klart av Finanstilsynets rundskriv.⁷¹ Ettersom rundskrivene delvis er ment som veiledning for dem som omfattes av de der omtalte bestemmelser, kan en si at rettstilstanden er tilstrekkelig klar til at en slik tolkning ikke er i strid med legalitetsprinsippet. Når det gjelder kravet til oppdatering ved en endring i årsaken kan kravet lettere forankres i ordlyden som sier at *”[l]isten skal oppdateres fortløpende og inneholde [...] årsaken til at personene er på listen”*.

3.4 ”Opplysningsplikt”

I forbindelse med listeføringen skal utsteder *”sørge for at de som gis tilgang til innsideinformasjon er kjent med de plikter og ansvar dette innebærer, samt straffeansvaret som er forbundet med misbruk eller uberettiget distribusjon av slike opplysninger”* jf. § 3-5 tredje ledd første punktum. At personene er kjent med relevante plikter og ansvar skal videre være dokumenterbart jf. andre punktum.

Opplysningsplikten implementerer innholdet av gjennomføringsdirektivet art 5 nr.5 som sier at de som fører liste skal *”take the necessary measures to ensure that any person on such a list[...] acknowledge the legal and regulatory duties entailed and is aware of the sanctions attaching to the misuse or improper circulation of such information”*.⁷²

⁷¹ Rundskriv 28/2011 punkt 6.5

⁷² Det er ingen holdepunkter i forarbeidene som taler mot at det var meningen å implementere direktivets art. 5 nr. 5 fullt ut

Direktivet vil få betydning for tolkningen av plikten etter § 3-5 tredje ledd første punktum, og kan bidra til å klargjøre pliktens innhold.

Pliktens materielle innhold relaterer seg til å sørge for at den som gis tilgang til innsideinformasjon er kjent med de plikter og ansvar dette innebærer. Dette må anses for å peke tilbake på de bakenforliggende regler som regulerer håndteringen og bruken av innsideinformasjon. Først og fremst vil utsteder måtte sørge for at personene er kjent med taushetsplikten og kravet til aktsom håndtering i verdipapirhandelloven § 3-4 samt straffeansvaret ved overtredelse. Dessuten skal det sørges for at personene er kjent med handels-, tilskyndelses- og rådgivningsforbudet i § 3-3 og § 3-7, og straffeansvaret for å bruke innsideinformasjon på en måte som omfattes av forbudene. Bestemmelsen inneholder ikke direkte krav om at utsteder informerer personene om at informasjonen de mottar faktisk er innsideinformasjon, men som regel vil dette fremgå av sammenhengen dersom utsteder for eksempel innhenter erklæring eller utsteder annet skriv i forbindelse med utøvelsen av opplysningsplikten.

Ordlyden i § 3-5 tredje ledd taler for at plikten skal være oppfylt senest samtidig med at tilgang gis jf. ”er kjent med”. Dersom det var tilstrekkelig å sørge for kjennskap på et senere tidspunkt ville det vært fare for misbruk og uberettiget distribusjon i tidsperioden mellom tilgangen til innsideinformasjon og personenes kjennskap til hvordan informasjonen skal behandles og ikke brukes. Satt på en annen måte må utsteder sørge for at det ikke gis tilgang til innsideinformasjon til personer som ikke er kjent med den relevante lovreguleringen. Dette er i tråd med gjennomføringsdirektivet art 5 nr. 5 som sier at den som fører liste skal sørge for at mottaker ”acknowledge” eller ”accepter” de relaterte plikter og ansvar, noe som krever forhåndskunnskap.

Spørsmålet er hva som kreves i forhold til hva utsteder må foreta seg for å ha oppfylt sin plikt til å ”sørge for” at personene er kjent med det overnevnte.

Både direktivet og verdipapirhandelloven har en ordlyd som indikerer at plikten er relativ i den forstand at det vil variere hva som må til for at plikten er å anse som oppfylt. Sett i sammenheng med at utsteder må kunne dokumentere at personene ”er kjent med sine plikter etter første punktum”, vil utsteder i det minste måtte sørge for at det kan vises til noe som beviser at plikten er oppfylt. En erklæring vil i alle tilfeller være nok gitt at innholdet av den materielt sett oppfyller lovens krav, men en erklæring vil ikke nødvendigvis være påkrevet. Et skriv av opplysende karakter eller personers deltakelse på kurs eller lignende vil også kunne være tilstrekkelig, men det skal sørges for at mottaker ”er kjent med”, noe som tilsvarer kunnskap om reglene. I det minste må det i et slikt tilfelle kunne bevises at den som får tilgang har mottatt tilstrekkelig informasjon.

Men hva kreves dersom personene som får tilgang allerede er kjent med reglene fra før? Loven gir anvisning på at plikten er relativ, og det følger av forarbeidene at den ikke nødvendigvis innebærer noen aktivitetsplikt fra utsteders side⁷³

Personer kan være kjent med reglene fra før av ulike årsaker. Kjennskapet kan ha opphav i tidligere tilgang til innsideinformasjon, man kan ha blitt gjort kjent med reglene i forbindelse med ansettelse eller kurs, eller man kan ha fått kjennskap til dem gjennom sitt arbeid som profesjonell aktør i markedet. Det er ikke nok at utsteder vet at de som gis tilgang til innsideinformasjon har kjennskap til reglene, de må uansett kunne dokumentere at personene har slik kunnskap for å ha overholdt sin plikt.

Det er først og fremst sammenhengen med dokumentasjonskravet som er avgjørende for hva utsteder i slike situasjoner må foreta seg. En måte å kunne dokumentere at personer fra før er kjent med reglene er å vise til deres yrke. Dersom personene har et yrke hvor innsideinformasjon behandles regelmessig vil det være tilstrekkelig å vise til

⁷³ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) punkt 6.3

vedkommendes profesjonalitet.⁷⁴ Men plikter de i så fall å opplyse personene om at informasjonen de får tilgang til er innsideinformasjon?

En slik plikt følger verken av § 3-5 siste ledd eller av gjennomføringsdirektivet art 5 nr. 5, det kun reglene rundt behandling av informasjonen som nevnes i forbindelse med opplysningsplikten. I forarbeidene fremkommer det derimot at Kredittilsynet anså det som en forutsetning for å kunne slippe å opplyse om reglene at vedkommende blir opplyst om informasjonens karakter.⁷⁵ Departementet uttalte ikke dette direkte, men bygget på Kredittilsynets forslag som tok dette i betraktning ved sin vurdering. Det må derfor kunne legges til grunn at det er en forutsetning at personene i slike tilfeller blir opplyst om at de har tilgang til innsideinformasjon.

I tolkningsuttalelsen gitt av Finanstilsynet sies det derimot at profesjonelle aktører selv er i stand til å foreta vurderinger av informasjonens kurssensitive karakter.⁷⁶ Ut i fra det faktum at definisjonen av hva som utgjør innsideinformasjon avhenger av selskapet selv vil dette ikke være holdbart. Profesjonelle aktører har ikke nødvendigvis tilstrekkelig kunnskap om selskapet til å kunne vurdere om informasjonen er kurssensitiv i forhold til vedkommende selskap. Dessuten har de ikke samme forutsetninger for å vite om hvorvidt informasjonen er offentliggjort. Når det kan legges til grunn at utsteder har oppfylt sin plikt allerede ved å vise til deres profesjonalitet innebærer dette således at mottaker står på bar bakke i forhold til å vite at det er tale om innsideinformasjon. Av hensyn til lekkasjer og misbruk bør det derfor innfortolkes et krav om at de i det minste får informasjon om opplysningenes karakter.

Opplysningsplikten er etter dette relativ, men det må i det minste gjøres klart for den som mottar innsideinformasjon at det er snakk om innsideinformasjon.

⁷⁴ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) punkt 6.3

⁷⁵ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) punkt 6.3

⁷⁶ Rundskriv 28/2011 punkt 6.6

3.5 Når utløses listeføringsplikten og hvem skal føres?

3.5.1 Utgangspunkter

Listeføringsplikten relaterer seg til å føre liste over ”personer som gis tilgang til *insideinformasjon*” jf. verdipapirhandelloven § 3-5 første ledd første punktum. En problemstilling som ikke kan løses ut i fra ordlyden og som får betydning for både når plikten utløses og hvem som skal føres på liste, er spørsmålet om det stilles krav til tilknytning mellom pliktsubjektet og *insideinformasjonen*.

Etter ordlyden i § 3-5 første ledd kan det synes som om plikten utløses i forhold til all slags *insideinformasjon*. Det er tilsynelatende tilstrekkelig for å utløse plikten at det gis tilgang til ”*insideinformasjon*” som sådan. Spørsmålet er om bestemmelsen må tolkes i tråd med gjennomføringsdirektivets art. 5 nr.1 som sier at plikten kun oppstår i relasjon til *insideinformasjon* ”*relating, directly or indirectly, to the issuer*”.

I forarbeidene til § 3-5 sies det at det etter MAD ikke stilles noe krav til tilknytning mellom *insideinformasjonen* og pliktsubjektet.⁷⁷ Når det videre henvises til gjennomføringsdirektivets art. 5 nr. 1 sies det at ”*listen skal inkludere ”all persons” med tilgang til insideinformasjon ”whether on a regular or occasional basis”.*” Uttalelsene i proposisjonen er likelydende de uttalelser som kommer til uttrykk i høringsnotatet fra kredittilsynet.⁷⁸ Høringsnotatet er fra mars 2004 og ble til på bakgrunn av en tidligere versjon av gjennomføringsdirektivet.⁷⁹ Mye tilsier at kravet om tilknytning ikke fremgikk av direktivet før ved den endelige versjonen, og at departementet som bygde på Kredittilsynets høringsnotat ikke hadde oppfattet denne språklige endringen ved

⁷⁷ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) punkt 6.2

⁷⁸ Kredittilsynets høringsnotat (2004) punkt 5.2

⁷⁹ Se også Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) punkt 6.5 første avsnitt

utformingen av proposisjonen. Det fremgår videre av høringsnotatet at ordlyden ”*gis tilgang*” ble foreslått for å gi klar anvisning på at den klare hovedregel er at innsideinformasjonen må relatere seg til vedkommende utsteder for at plikten til å føre liste utløses.⁸⁰ En tolkning i tråd med direktivet vil således være i tråd med det lovgiver ønsket, nemlig at plikten skulle relatere seg til innsideinformasjon som angår utsteder selv.

Uansett har et krav om tilknytning blitt lagt til grunn gjennom Finanstilsynets tolkningsuttalelser siden bestemmelsen ble til.⁸¹ Såpass langvarig og klar rettsoppfatning vil ha stor vekt, særlig i forhold til at rundskrivet er offentlig, og foretakene kan søke veiledning i rundskrivene som gir uttrykk for praksisen. Etter dette er det også etter norsk rett et krav til tilknytning mellom pliktsubjektet og innsideinformasjonen, slik at plikten kun utløses i forhold til personer som gis tilgang til innsideinformasjon som vedrører vedkommende utsteder.

Begrepet ”*gis tilgang*” er også utgangspunktet for å avgjøre både hvem som skal føres på liste og når utsteder plikter å starte listeføringen. Det vil være naturlig å starte med vurderingen av hvem som kvalifiserer til å føres på liste, noe som vil kunne ha betydning for når liste må startes ført.

3.5.2 Hvem skal listeføres?

Etter § 3-5 første ledd skal det føres liste over personer som ”*gis tilgang*” til innsideinformasjon. Bestemmelsen skiller ikke mellom interne og eksterne personer, enhver som gis tilgang skal fremkomme av listen, uavhengig av om vedkommende er ansatt, medhjelper eller rådgiver.⁸² Dette innebærer en utvidelse i forhold til den tidligere listeføringsplikten, en utvidelse som ble gjort for å implementere forpliktelsen som fulgte av MAD. MAD art. 6 nr. 3 tredje avsnitt relaterer seg kun til føring av ”*persons working*

⁸⁰ Kredittilsynets høringsnotat (2004) punkt 5.3

⁸¹ Rundskriv 28/2011 punkt 6.4, rundskriv 9/2009 punkt 6.4 og 14/2005 punkt 5.4

⁸² Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) punkt 6.5

for them, under a contract of employment or otherwise”. At plikten er begrenset til føring av personer som er å anse som interne i forhold til foretaket har sammenheng med at MAD er utformet slik at plikten pålegges både utstedere og de som arbeider på oppdrag eller regning for utsteder. Således får ikke forskjellene noen stor praktisk betydning for notoriteten rundt hvem som har tilgang til innsideinformasjon.

En forskjell som derimot kan være av betydning er at MAD knytter plikten opp til personer som *har* tilgang (”have access”). Det er grunn til å se om forskjellen i begrepsbruken i forhold til den enkeltes tilgang har noen betydning, og eventuelt hvilken betydning MAD her får for tolkningen av § 3-5. Men først vil det bli redegjort for hva som ligger i begrepet ”*tilgang til*”.

3.5.2.1 Om begrepet ”*tilgang til*”

Å ha tilgang til noe betyr at man har en mulighet til å gjøre noe, eller adgang til noe. I relasjon til listeføringsplikten innebærer dette en adgang til innsideinformasjon, en mulighet til å gjøre seg kjent med innholdet av de kurssensitive opplysninger som er å anse som innsideinformasjon. Ved noen tilfeller kan man naturlig tale om tilgang selv om man må foreta seg noe for å få faktisk tilgang. Men i forhold til listeføringsplikten følger det av ordlyden at tilgangen allerede må være gitt. Dette betyr at utsteder i utgangspunktet kun plikter å føre personer som har en faktisk og direkte mulighet til å opparbeide seg kunnskap om innsideinformasjonen, uten å foreta seg noe ytterligere.

Selve denne muligheten til å opparbeide seg kunnskap er i utgangspunktet tilstrekkelig til at personen må føres på innsidelisten, og det kreves ikke at personen faktisk har benyttet seg av tilgangen. Om en tilgang kun er midlertidig får ikke det noen betydning i denne relasjon, personen skal likevel føres på listen. Det relevante er at personen har hatt muligheten til å gjøre seg kjent med innsideinformasjon, informasjon som kan misbrukes og som skal behandles konfidensielt. Også der innsideinformasjon kommuniseres muntlig eller direkte kan man si at personen har fått tilgang i lovens forstand. Det er ikke krav til at tilgangen gis gjennom dokumenter eller lignende.

Forarbeidene sier at det må vurderes konkret hva som anses for å utgjøre ”tilgang til”.⁸³ De bidrar altså ikke i særlig grad til hvordan bestemmelsen skal tolkes i praksis.

En særlig praktisk problemstilling oppstår der personer har tilgang til et dokument eller en database som inneholder innsideinformasjon, men ikke har noen rett til å gjøre seg kjent med innholdet. Eksempelvis vil utsteders egne IT-ansatte kunne ha tilgang til alt av selskapets databaser, men ingen stillingsfullmakt til å gå inn i databasene der innsideinformasjonen er lagret for eksempel. Eller der personer som arbeider i en avdeling der flere har kunnskap om innsideinformasjon enkelt har tilgang til dokumenter som ligger på medarbeidernes pult, men ikke har noe med prosjektet å gjøre. Kan en i et slikt tilfelle si at personene har fått tilstrekkelig ”tilgang” i lovens forstand?

Loven knytter tilgangen direkte opp mot innsideinformasjonen. I situasjonen illustrert over har personen for så vidt tilgang til dokumentet eller databasen, men ingen rett til å gjøre seg kjent med innsideinformasjonen. Formålet bak bestemmelsen tilsier at slike personer skal føres på liste så lenge de har en reell og direkte mulighet til å tilegne seg kunnskap om innholdet av innsideinformasjonen. Men plikten må leses i sammenheng med kravet til tilbørlig håndtering og plikten til å sørge for rutiner for sikker behandling.⁸⁴

Det pålegges en relativt streng plikt til å sørge for rutiner som forhindrer at informasjonen tilflyter uvedkommende. En grunnleggende tanke bak både kravet til rutiner og kravet til listeføring er at utsteder skal sørge for å ha kontroll med hvem som får tilgang og hvordan innsideinformasjon håndteres. Å pålegge ansatte et enkelt forbud mot å gjøre seg kjent med innholdet i et dokument eller en database er ikke nødvendigvis tilstrekkelig. Selskapet bør sørge for mer eller mindre fysiske skiller som gjør det vanskelig for ansatte og andre å gjøre seg kjent med innholdet uten spesiell tillatelse eller lignende. I utgangspunktet tilsier dette at personer ikke burde gis muligheten til å gjøre seg kjent med innholdet i det hele tatt

⁸³ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) punkt 6.5

⁸⁴ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) punkt 6.2

dersom de ikke har et begrunnet behov for å vite om innsideinformasjonen. Dette taler for at personer som har en reell mulighet til å gjøre seg kjent med innsideinformasjon bør føres på liste. Først der mer eller mindre fysiske hinder er sørget for vil man kunne si at personene ikke har fått tilgang i lovens forstand. I andre tilfeller oppfyller personene kriteriet til tilgang.

Utgangspunkt er med dette at så lenge personer har en direkte mulighet til å gjøre seg kjent med innholdet av innsideinformasjonen er kravet til tilgang oppfylt isolert sett. I neste punkt vil det bli gjort rede for hvilke konsekvenser det får for hvem som skal føres på listen at ordlyden begrenser seg til å gjelde personer som ”*gis tilgang*”.

3.5.2.2 Vurdering av begrepet ”gis tilgang”

Språklig sett er det forskjell på det å ha tilgang og det å ha fått tilgang. I praksis vil det kunne være flere enn dem som gis tilgang, som faktisk har tilgang. Spørsmålet er her hvilken begrensning begrepet ”gis” medfører i forhold til hvem utsteder plikter å føre på innsidelisten.

Et første spørsmål som kan stilles i forbindelse med at tilgang ”gis” er hvem som kan gi tilstrekkelig tilgang, med den følge at vedkommende skal listeføres. Det er naturlig å si at ”gis” peker tilbake på utsteder, i og med kravet til tilknytning mellom utsteder og innsideinformasjonen. Men hvem i utstederselskapet kan anses som rette vedkommende til å gi rettmessig tilgang til informasjonen? Verken forarbeidene eller Finanstilsynets rundskriv inneholder noe som kan bidra til tolkningen her.

Loven stiller ikke krav til at tilgangen må utledes direkte fra utsteder som sådan, herunder typisk selskapets ledelse. En må kunne legge til grunn at ansatte og andre som arbeider på oppdrag for utsteder er subjekter som i utgangspunktet kan gi tilgang til innsideinformasjon om utsteder videre, med den følge at vedkommende skal føres på liste. Dette må i alle fall gjelde så lenge tilgang kan gis uten hinder av taushetsplikten i § 3-4 og eventuelle rutiner selskapet måtte ha.

La oss ta som eksempel at tilgang blir gitt til en finansiell rådgiver i forbindelse med en transaksjon som skal gjennomføres. Rådgiverselskapet skal da føres på listen, det skal også de som arbeider for selskapet som ”*gis tilgang*” jf. § 3-5 første ledd andre punktum. Betyr dette at den som representerer utstederselskapet må angi hvem i rådgiverselskapet som kan få tilgang for at plikten til å føre personene på liste utløses?

En slik tolkning av loven vil være lite praktisk, og i forhold til formålet bak er det ikke relevant hvem som gir den enkelte innen rådgivningsselskapet tilgang så lenge det sørges for at samtlige blir ført på liste. Der en juridisk person gis tilgang til innsideinformasjon kan en si at det er opp til foretaket selv å avgjøre hvem av deres ansatte som har *behov* for å få tilgang slik at foretaket skal kunne oppfylle oppdraget avtalt med utsteder. Så lenge selskapet har fått tilgang, kan tilgangen rettmessig gis videre så langt det er nødvendig for at rådgiverselskapet skal kunne oppfylle sitt oppdrag. Dette taler for at samtlige som faktisk får tilgang skal føres på listen, selv om deres tilgang kun er utledet fra den tilgang selskapet de er ansatt i har fått.

Problemet for utsteder i en slik situasjon er å ha kontroll over informasjonsflyten, slik at personene som får tilgang tilføyes listen. Dette må løses gjennom interne rutiner og et system som sørger for at den enkeltes tilgang blir fanget opp på en eller annen måte. I forhold til juridiske personer kan utsteder også delegere deler av ansvaret for listen til vedkommende selskap. Dette tilsier at samtlige personer som har tilgang som kan utledes fra utsteder, enten direkte eller indirekte, skal føres på liste.

Ordlyden ”*gis tilgang til innsideinformasjon*” indikerer en situasjon der tilgang gis til allerede eksisterende innsideinformasjon. Bestemmelsen kan sies å være utformet med tanke på situasjoner der innsideinformasjonen kommuniseres fra en person til en annen, eller der det gis tilgang til et dokument eller en database som inneholder innsideinformasjon. I mange praktiske tilfeller er det slik at personer får kunnskap om innsideinformasjon på en mer direkte måte, uten noen forutgående kommunikasjon eller særskilt tillatelse til å gjøre seg kjent med innsideinformasjonen. Spørsmålet om i hvilken

utstrekning utsteder plikter å føre personer som i kraft av sitt arbeid har mulighet til å opparbeide seg kunnskap på egen hånd kan belyses gjennom tre praktiske situasjoner.

Den første praktiske situasjonen knytter seg til utstederforetakets egne ansatte, som gjennom sitt arbeid direkte får kunnskap om innsideinformasjon nettopp gjennom sitt arbeid for utsteder. Eksempelvis vil personer som arbeider med et kurssensitivt utviklingsprosjekt eller som arbeider intern med selskapets økonomiske forhold gjennom utøvelsen av sitt arbeid, på selvstendig vis, kunne få kunnskap om innsideinformasjon ved å analysere de faktiske omstendigheter og opplysninger som foreligger. Her er det ikke naturlig å si at personene ”*gis tilgang*” i lovens forstand, men situasjonen kan forstås slik at de har fått en form for tilgang gjennom selve ansettelsen eller oppdraget.

Den andre situasjonen er der personene som på samme måte har mulighet til å opparbeide seg kunnskap om innsideinformasjon relatert til utsteder er ansatt i et foretak som arbeider på regning eller oppdrag for utsteder. Eksempler her vil være innleide konsulenter som revisorer og juridiske eller finansielle rådgivere. Selv om deres tilgang til innsideinformasjon ikke nødvendigvis ”*gis*” i tradisjonell forstand, vil en kunne forankre muligheten til å gjøre seg kjent med innsideinformasjon om vedkommende utstederselskap i deres avtale med selskapet.

Mye taler for at loven ikke skal tolkes på ordet slik at begrepet ”*gis tilgang*” begrenser utsteders plikt i forhold til å listeføre ansatte og andre som arbeider på regning eller oppdrag for utsteder. I overskriften til § 3-5 heter det at bestemmelsen gjelder ”*liste over personer med tilgang til innsideinformasjon*”. I bestemmelsens andre ledd fremgår det videre at det relevante tidspunktet som skal føres er da personene ”*fikk tilgang*”, og ikke tidspunktet da tilgang ble *gitt* for eksempel. Dette tilsier at det relevante er å identifisere hvem som faktisk har tilgang, og hvordan de ulike personer fikk tilgang.

Etter MAD er det relevante kriteriet som nevnt om personene ”*har tilgang*”. Selv om plikten etter den norske bestemmelsen ikke begrenser seg til ansatte eller lignende og er

begrenset til utsteder alene som pliktsubjekt, er det ingen holdepunkter i forarbeidene for at bestemmelsen ikke var ment å være i tråd med forpliktelsen i forhold til hvordan personer får tilgang. I forarbeidene til § 3-5 at det skal føres liste over personer som gis tilgang og ansatte som *har* tilgang. I direkte forlengelse av dette sies at ”*det må vurderes konkret hva som anses for å utgjøre ”tilgang til” innsideinformasjon*”.⁸⁵ Dette taler for at det relevante er om og når personen anses for å ha ”*tilgang*”. Så lenge ansatte eller andre personer selskapet har hatt behov for å leie inn har tilgang til forhold i utstederselskapet som vil kunne utvikle seg og gi opphav til innsideinformasjon, kan en si at tilgangen eller kunnskapen kan avledes fra selskapet.

Muligheten til å gjøre seg kjent med innsideinformasjon vil etter dette i seg selv være tilstrekkelig til å utløse plikten om at vedkommende skal listeføres, også der tilgangen eller informasjonen ikke ”*gis*” i tradisjonell forstand. Således plikter utsteder å føre alle ansatte og andre tilknyttet foretaket som kan sies å utlede sin direkte tilgang gjennom utstederselskapet, i kraft av sin ansettelse eller lignende oppdrag.

Det siste praktiske eksempelet er der de som har mulighet til å opparbeide seg kunnskap om innsideinformasjon om utsteder ikke kan sies å utlede sin tilgang eller mulighet fra utsteder i samme forstand. Et eksempel her er en forhandlingsmotpart i en forhandling der en eventuell avtale mellom dem vil utgjøre innsideinformasjon for utsteder. Tilgangen kan da ikke forankres i noen form for aksept eller handling som kan føres tilbake til utsteder. Forhandlingsmotparten får kunnskap om forhandlingen etter hvert som forhandlingen utarter seg, på lik linje som utsteder. Det kan til og med tenkes at motparten sitter med mer informasjon enn utsteder i forhold til sannsynligheten for at avtale blir inngått, fordi han ikke forhandler med åpne kort i ønske om å kunne oppnå en bedre ”deal”. Et annet eksempel er samarbeidspartnere eller lignende som ikke kan sies å være engasjert på oppdrag av utsteder, men der hvor samarbeidet til en viss grad er påtvunget. Dette er tilfelle

⁸⁵ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) punkt 22.1, merknader til § 2-5

der oljeselskaper som får lisens til å utvinne eventuelle oljefunn på norsk sokkel ikke selv har lisens til å utføre oljeboringen, fordi brønnen allerede opereres alene av et annet selskap. I slike tilfeller vil det ikke bare være feil å si at operatøren utleder sin mulighet til tilgang fra utsteder, informasjonsstrømmen vil ofte gå motsatt vei av det loven legger opp til.

Som nevnt under punkt 3.2 vil det aldri være relevant å identifisere andre direkte med utsteder slik at andre kan være pliktsubjekt etter loven. Således vil forhandlingsmotparten eller operatørselskapet aldri ha noen lovpålagt plikt til å føre liste over sine ansatte i forhold til innsideinformasjon om utsteder. I forhold til formålet bak loven tilsier dette at utsteder burde ha plikt til å føre liste over personer som også i denne relasjon får kunnskap om innsideinformasjon om seg. Som nevnt antas det også i forarbeidene at det et selve tilgangen som er det relevante vurderingsmoment, og ikke hvordan personene har fått mulighet til rettmessig å gjøre seg kjent med innsideinformasjonen.

Men der hvor personer har tilgang helt uavhengig av utsteder vil det være vanskelig å tolke lovens ordlyd slik at disse omfattes av listeføringsplikten. Finanstilsynet antar at begrepet ”gis” innebærer en begrensning i nettopp slike tilfeller.⁸⁶ Som eksempel brukes situasjonen med forhandlingsmotparter. En forhandlingsmotpart kan ikke sies å utlede sin kunnskap om informasjon om forhandlingene fra utsteder på noen måte. De får informasjon i egenskap av å være motpart, og ikke i egenskap av å være en som utsteder deler informasjon med. Det samme kan sies i forhold til operatør/partnerforholdet ved oljeleting. De får ikke informasjon i egenskap av å være samarbeidspartner med utsteder, men i egenskap av å være tildelt statlig lisens som operatør av boringen.

Konklusjonen er at ”gis tilgang” ikke innebærer noen begrensning med hensyn til hvordan personer får kunnskap, så lenge muligheten til kunnskap om innsideinformasjon kan sies å

⁸⁶ Rundskriv 28/2011 punkt 6.4

være avledet fra utstederselskapet. Det vil si at det skal avgrenses mot personer som får kunnskap eller tilgang uavhengig av hva utstederforetaket foretar seg, med den virkning at utsteder ikke plikter å føre disse på liste.

Det kan dog tenkes at det er rom for innskrenkende tolkning i særlige tilfeller. Listen skal sørge for notoritet i forbindelse med hvem som er i innsideposisjon, det vil si hvem som er i posisjon til å misbruke innsideinformasjon gjennom ulovlige transaksjoner. I forhold til personer som ikke kan utføre slike transaksjoner, er behovet for notoritet ikke like sterkt gjeldende da faren for misbruk er minimal. For eksempel er ansatte på regulert marked underlagt handelsforbud jf. børsloven § 26. Videre sikres markedet mot misbruk av innsideinformasjon gjennom meldeplikt for deres nærståendes transaksjoner jf. børsloven § 27. Det følger også av Finanstilsynets rundskriv at slike kan unntas listeføring.⁸⁷ Dersom personene likevel skulle bryte handelsforbudet vil det ikke være vanskelig for myndighetene å få opplysninger om de i tillegg handlet på bakgrunn av innsideinformasjon. Det samme må gjelde ansatte i Finanstilsynet som er underlagt like strenge handelsforbud jf. forskrift om forbud mot handel i aksjer mv. og rapporteringsplikt for handel i finansielle instrumenter for tjenestemenn i Finanstilsynet.⁸⁸ Utsteder kan med dette straffritt unnlate å føre personer som får tilgang som uansett er forhindret fra å handle i markedet, uavhengig av om de besitter innsideinformasjon.

3.5.3 Når utløses plikten til å føre liste?

Det følger ikke klart av ordlyden når listeføringsplikten utløses, annet enn at det skal føres liste over personer som ”*gis tilgang til innsideinformasjon*”. Dette er det samme vurderingsmoment som ved hvem som skal føres på listen, noe som taler for at listen skal føres fra og med det tidspunkt en eller flere personer kvalifiserer til å stå på listen. Det vil si fra det tidspunkt noen utleder sin kunnskap eller rett til tilgang til innsideinformasjon som enten direkte eller indirekte vedgår utsteder.

⁸⁷ Rundskriv 28/2011 punkt 6.4

⁸⁸ Forskrift av 15. september 2006 nr. 1067 § 1

En slik tolkning støttes av at det følger indirekte av lovens sammenheng at det er opp til utsteder selv å foreta en konkret vurdering av om innsideinformasjon anses å foreligge.⁸⁹ Dette fordrer at utsteder i det minste har de nødvendige forutsetninger for å foreta en fornuftig vurdering. Etter det som er sagt over vil ikke forhandlingsmotparter eller andre som ikke direkte handler på regning for utsteder eller lignende identifiseres med utsteder slik at deres kunnskap anses for å utløse listeføringsplikten for utsteder. Således utløses ikke listeføringsplikten simultant med at det foreligger en begivenhet som gir opphav til innsideinformasjon. Det er et krav om at utsteder har tilstrekkelig kunnskap om begivenheten.

Men forarbeidene inneholder uttalelser som kan peke i en annen retning. I proposisjonen står det følgende:

*”Departementet slutter seg til Kredittilsynets forslag om at plikten til å føre liste **utløses** når **andre** personer gis tilgang[...] Når det gjelder hvilke personer listen skal omfatte, slutter departementet seg til forlaget om at **enhver** person som gis tilgang til innsideinformasjon, skal fremkomme av listen ”.*⁹⁰ (min utheving)

Dette taler for at ordlyden ”gis tilgang” skal tolkes forskjellig ut i fra hvilket spørsmål man står overfor, og at en persons tilgang ikke nødvendigvis utløser listeføringsplikten selv om personen kvalifiserer til å stå på listen. Første del av sitatet må leses på bakgrunn av den sammenhengen setningen er plassert i. Uttalelsen kommer i forbindelse med at departementet konstaterer at direktivet kun krever at det føres liste over visse personer med tilgang til innsideinformasjon, herunder personer ansatt i foretaket. Årsaken til at man ønsket formuleringen ”gis tilgang” var som nevnt å begrense plikten til å gjelde

⁸⁹ Se også Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) punkt 6.5

⁹⁰ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) punkt 6.5 fjerde avsnitt

innsideinformasjon som vedrører utsteder.⁹¹ Dette tyder på at meningen var at listeføringen skulle gjelde samtlige med tilstrekkelig tilgang, men at plikten ikke skulle utløses før mer eksterne personer får tilgang.

Legges det til grunn at lovgiver mente at plikten ikke utløses før *andre* gis tilgang til innsideinformasjon, betyr dette isolert sett at utsteder ikke har noen plikt til å føre liste før dette tidspunkt. En slik tolkning vil få utilsiktede virkninger i strid med formålet. Det er ikke alltid utsteder vil ha behov for å dele innsideinformasjon med andre, og myndighetene ville i slike tilfeller ikke hatt tilgang på ønskelige opplysninger om informasjonsflyten internt. Dersom liste ikke føres ville utsteder heller ikke hatt noen plikt til å opplyse de ansatte om regler og lignende, noe som reduserer den preventive effekten. Det er også holdepunkter i forarbeidene som taler for at det lovgiver hadde i tankene i forhold til begrepet ”*gis tilgang*”, var at det skulle klargjøre at plikten som klar hovedregel kun utløses i relasjon til innsideinformasjon som vedrører utsteder selv.

Med dette er det avgjørende for tidspunktet for listeføringsplikten begynnelses tidspunktet det foreligger innsideinformasjon relatert til utstederselskapet som en eller flere personer kan sies å ha fått tilstrekkelig tilgang til i lovens forstand. Førings på et senere tidspunkt vil kunne medføre både mangelfull liste, og at selskapet ikke har noen liste å overlevere til tilsynet når de krever det.

Det kan likevel stilles spørsmål til om plikten til en viss grad kan tolkes innskrenkende i samsvar med informasjonsplikten til regulert marked. Som nevnt vil det i forbindelse med informasjonsplikten til børsen kun kreves offentliggjøring innenfor børsens åpningstid. De samme hensyn som ligger bak den innskrenkende tolkningen av informasjonsplikten gjør seg gjeldende også i forhold til listeføringsplikten. Utenom markedets åpningstid vil det ikke være noen risiko for innsidehandel. Dette innebærer at så lenge utsteder sørger for at

⁹¹ Kredittilsynets høringsnotat (2004) punkt 5.3

informasjonen offentliggjøres ved børsens neste åpningsdag, kreves det ikke at det føres liste over personer som har tilgang til informasjonen frem til dette. Således er det heller ikke nødvendig med innsideliste i dette tidsrommet.

3.6 Er det rom for innskrenkende tolkning av § 3-5?

Det fremgår av det som er sagt til nå at hovedproblemstillingene i stor grad blir et spørsmål om hvorvidt selve listeføringsplikten kan tolkes innskrenkende. De plikter som er tett knyttet til listeføringsplikten, så som opplysningsplikten og plikten til å ha rutiner for sikker behandling av innsideinformasjon, vil her ha betydning. Det vil også reelle hensyn og strafferettslige betraktninger.

3.6.1 Innskrenkende tolkning i forhold til tidspunktet for listeføring

Etter den forutgående vurderingen skal innsideliste føres senest samtidig som det tidspunkt utsteder har tilstrekkelige forutsetninger for å kunne vurdere om innsideinformasjon om selskapet foreligger, da det nesten unntaksvis alltid vil være noen som kvalifiserer til å stå på liste som har tilgang allerede på det tidspunkt. Loven tilsier at det relevante er om personene gis tilgang til ”*innsideinformasjon*”, noe som taler for at opprettelsen av en liste heller ikke skal skje på et tidligere tidspunkt. Spørsmålet er om loven kan tolkes innskrenkende slik at det aksepteres at utstedere i særlige tilfeller starter listeføringen før det faktisk foreligger innsideinformasjon som utløser plikten, forutsatt at listen oppdateres løpende i etterkant dersom det senere skulle foreligge endringer som tilsier at dette kreves.

Pliktens formål er som nevnt å legge til rette for effektivt tilsyn, og presisjon helt ned til dato og klokkeslett for den enkeltes tilgang ble derfor ansett som nødvendig. For at Finanstilsynet på mest mulig effektiv måte skal kunne vurdere om det foreligger misbruk av innsideinformasjon må listene være presise og korrekte i tråd med det som kreves etter loven. En fortidig føring vil medføre at enkelte av tidspunktene som fremkommer blir feil i forhold til den enkeltes reelle tilgang, samtidig som personkretsen kan bli feil i forhold til de som faktisk skulle stått på listen. Dette taler isolert sett mot at loven kan tolkes innskrenkende.

Utsteders plikt til å ha rutiner som sørger for stor grad av kontroll med innsideinformasjon jf. § 3-4 andre ledd, og oversikt over hvem som får tilgang og hvem som kan gis tilgang, tilsier at det etter loven generelt sett kreves relativt stort fokus på innsidesituasjoner.

Listeføringsplikten kan således ikke tolkes innskrenkende bare fordi utsteder hevder å ha praktiske problemer med å identifisere innsideinformasjon eller hvem som gis tilgang når. I alle fall ikke dersom dette skyldes mangel på rutiner som utsteder etter loven plikter å sørge for.

Et annet moment som kan tale mot at loven tolkes innskrenkende, er det faktum at loven er utformet slik at det legges til rette for delegasjon av ansvaret for føringen. Dersom utsteder ikke har samme forutsetninger for full oversikt over situasjonen, bør utsteder sørge for å delegere ansvaret til den som har tilstrekkelig kontroll til å kunne foreta rettidig liste. Det er ingen plikt i seg selv å delegere ansvaret, men dersom en delegasjon ville medført rettidig og korrekt liste fordi situasjonen tilsier at andre har bedre forutsetning enn utsteder til å ha oversikt, bør utsteder gjøre dette. Dette kan forankres i plikten til å ”sørge for” at liste blir ført. Videre vil utsteder alltid kunne offentliggjøre informasjonen i tråd med lovens utgangspunkt dersom listeføringsplikten anses som problematisk.

I særlige tilfeller kan det være slik at det problematiske er å avgjøre eksakt når innsideinformasjon foreligger, uavhengig av rutiner og lignende. Dette har sammenheng med den kompliserte definisjonen av begrepet innsideinformasjon. Det kan være vanskelig å vurdere akkurat når det foreligger tilstrekkelig med opplysninger som er tilstrekkelig presise og som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene. Særlig er dette tilfelle i situasjoner der prosessen som gir opphav til kurssensitive opplysninger utvikler seg over tid, der det ikke er en spesifikk begivenhet som gir opphav til innsideinformasjonen. Det er etter definisjonen av innsideinformasjon sannsynligheten for at en kontrakt vil bli inngått som er det relevante utgangspunkt for vurderingen. I en forhandlingsprosess vil det for eksempel hele tiden måtte vurderes hvor langt prosessen har kommet i forhold til om det er sannsynlig at kontrakt vil bli inngått, gitt at

kontraktsinngåelse i seg selv vil antas å påvirke kursen på selskapets finansielle instrumenter. En slik sannsynlighetsvurdering vil i mange tilfeller ikke være så enkel. Likeledes vil det være problematisk i forbindelse med den periodiske regnskapsavleggelsen å vurdere når det foreligger tilstrekkelig med opplysninger til å si at det foreligger innsideinformasjon. Hver enkelt persons oversikt over den finansielle utviklingen vil også variere, slik at selskapet hele tiden må vurdere når man kan si at noen har et tilstrekkelig klart bilde over det som til sammen må karakteriseres som innsideinformasjon. Et annet eksempel har vi der utsteder ikke selv er direkte innblandet i prosessen som leder frem til innsideinformasjonen. Typisk her er tilfellet der oljeselskaper i forbindelse med oljeleting kun får informasjon om fremskritt fra operatøren av den aktuelle plattformen. Utsteder må da basere seg på den informasjon om situasjonen som til enhver tid gis fra operatøren.

Av hensyn til de praktiske utfordringer presis listeføring i særlige tilfeller kan by på for utsteder, bør det være rom for at man i visse tilfeller tillater at listeføringen starter i kjølevannet av at innsideinformasjon er i ferd med å oppstå. Utgangspunktet er riktig nok at lovgiver har tatt i betraktning at korrekt listeføring vil kunne være vanskelig i praksis, men likevel har valgt å innta bestemmelsen slik den er formulert.⁹² Det må altså noe mer til enn at vurderingen fremstår som vanskelig.

Men i situasjoner der korrekt listeføring ikke bare er å anse som byrdefullt, men uforholdsmessig byrdefullt, vil en kunne være nærmere en situasjon der innskrenkende tolkning bør kunne skje. Mæland uttaler på en annen måte at *”dersom særegne forhold tilsier at handlingen ikke er utilbørlig eller straffverdig i relasjon til den interesse straffebudet skal beskytte er den heller ikke straffbar”*.⁹³ Overført til verdipapirrettens listeføringsplikt vil dette tilsi at å starte listeføringen for tidlig i forhold til det som kreves, ikke nødvendigvis er straffverdig dersom det ikke er i strid med kontrollhensynet.

⁹² Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) punkt 6.5

⁹³ Mæland (2012) side 94

Som nevnt vil fortidig føring kunne medføre feil i forhold til listens innhold i form av personer og tidspunkt, noe som innebærer at Finanstilsynet ikke får den informasjon de i utgangspunktet skulle hatt for et mest mulig effektivt tilsyn. Men på den annen side vil det være mer kritisk om liste førtes for sent, fordi selskapet ikke har klart å fange opp det eksakte tidspunktet for når det forelå innsideinformasjon. Dette vil kunne føre til en situasjon der listene gir uttrykk for at innsideinformasjon oppsto på et senere tidspunkt enn det som var reelt. Noe som samtidig øker faren for at personer som faktisk hadde tilgang ikke blir identifisert, fordi personer som kun hadde med saken å gjøre på et tidspunkt kanskje ikke hadde noe med saken å gjøre på da utsteder anså innsideinformasjon for å foreligge. Følgen av dette er at mulige mistenkelige transaksjoner ikke identifiseres over hodet. I så måte er det bedre at det bilde listene gir er mer omfattende enn virkeligheten, og kontrollhensynet kan tas til inntekt for en innskrenkende tolkning.

Dette støttes ytterligere av at myndighetene uansett om listen er korrekt eller ikke med tanke på tidspunkt, vil måtte foreta nærmere undersøkelser for å vurdere om en mistenkelig transaksjon faktisk var ulovlig. Som gjort rede for i punkt 2.2 er det etter § 3-3 et vilkår at personen hadde kunnskap om innsideinformasjon på tidspunktet for transaksjonen. Uansett hvor presise listene er vil de ikke fortelle annet enn at de listeførte var i posisjon til å ha slik kunnskap. Ser man listene i sammenheng med taushetsplikten og kravet til rutiner kan det sies at det er en sterk presumpsjon for å si at de som står på listen i utgangspunktet har kunnskap, fordi dem ble gitt tilgang av nødvendige årsaker, årsaker som også skal fremgå av listen. Men det er likevel ikke gitt listene er 100 % korrekte eller at personen faktisk ble kjent med informasjonen og hadde kunnskap på tidspunktet for transaksjonen.

Utstedere som velger å starte listeføringen fordi de vet at situasjonen de står overfor er kompleks og at de ikke vil kunne klare å foreta en presis vurdering kan sies å søke å oppfylle sin plikt snarere enn å unngå den. En slik situasjon fremstår som svært lite straffverdig. Særlig der utsteder sørger for å rette opp i eventuelle endringer som følger i tiden etter at listeføringen startet.

I rundskrivet er det lagt til grunn at det i forbindelse med den periodiske regnskapsavleggelsen at det er tilstrekkelig med en standardisert liste.⁹⁴ Denne tolkningen må antas å være begrunnet ut i fra de hensyn jeg har nevnt over og taler med styrke for innskrenkende tolkning i slike tilfeller.

Det fremgår av det overnevnte at det etter omstendighetene er rom for innskrenkende tolkning av loven i den forstand at utsteder kan starte listeføringen på et tidligere tidspunkt enn innsideinformasjon foreligger. Særlig der hensynene til behovet for innskrenkende tolkning gjør seg like sterkt gjeldende som de gjør i forhold til de eksempler som er brukt ved vurderingen.

3.6.2 Kan utsteder føre personer før det er klart om de faktisk får tilgang?

Denne problemstillingen har i utgangspunktet klar sammenheng med det som er vurdert over. Også ved en fortidig føring vil det være slik at personer føres på listen før det er klart om de faktisk får tilgang og skal føres på liste. For å skille denne problemstillingen fra den forrige er utgangspunktet her at problemet for utsteder ikke er å identifisere hvorvidt det foreligger innsideinformasjon av betydning for selskapet, men derimot å identifisere den enkeltes tilgang. Det som legges til grunn for den videre vurdering er altså en situasjon der listeføringen starter ved det korrekte tidspunkt, men utsteder ikke evner å ha full kontroll over hvem som etter hvert får tilgang, og derfor ønsker å føre flere på listen samtidig.

Utgangspunktet er som nevnt i punkt 3.5.2 at utsteder plikter å føre personer etter hvert som de får tilgang til innsideinformasjon, og da med dato og klokkeslett for når personene fikk slik tilgang. Dersom utsteder ikke evner å identifisere den enkeltes tilgang medfører dette fare at listen er mangelfull i forhold til personer som skulle fremkommet av den. Dette taler isolert for at utstedere bør kunne tilføye personer på listen selv om de ikke vet når eller om dem faktisk kommer til å få tilgang. For en effektiv kontroll med reglenes overholdelse vil det være å foretrekke at det føres for mange fremfor for få. Også i forhold

⁹⁴ Rundskriv 28/2011 punkt 6.5

til tidspunktet er det bedre at listen gir uttrykk for tidligere tidspunkt enn virkeligheten fremfor senere.

På den annen side vil de momenter som taler mot fortidig føring, også tale mot en innskrenkende tolkning av bestemmelsen i relasjon til personkretsen som skal listeføres. Dersom utsteder fører flere personer på listen samtidig uten at det er klart at disse har tilgang, vil ikke listene gjenspeile det virkelige bildet som Finanstilsynet kan ha behov for.

Forskjellen mellom vurderingene ligger i at det er større rom for å argumentere for innskrenkende tolkning der problemet i størst grad ligger i vurderingen av et komplisert juridisk begrep, som ”*insideinformasjon*”. Å identifisere hvem som får tilgang når er ikke like komplisert juridisk sett, problemet er i større grad av praktisk art. I slike tilfeller er kravet til å ha tilstrekkelige rutiner av større betydning.

Vurderingsmomentet i forhold til hvem som skal føres på liste er selve tilgangen eller den direkte muligheten en person har til å gjøre seg kjent med insideinformasjon. Det kreves ingen vurdering i forhold til tidspunktene for når personene hadde tilstrekkelig informasjon til å opparbeide seg kunnskap. Dette tilsier at utstedere ikke bør ha særlig vanskeligheter for sørge for en oversikt over hvem som skal føres på liste. Ansatte som for eksempel arbeider i regnskapsavdelingen vil allerede ha tilstrekkelig mulighet til å gjøre seg kjent med kurssensitive opplysninger om regnskapet. Det relevante tidspunktet for listeføringen blir da tidspunktet for når regnskapet anses å gi opphav til insideinformasjon. For prosjektarbeidere på et kurssensitivt prosjekt hvor et vellykket resultat vil tilsvare insideinformasjon blir situasjonen i praksis den samme. Også i oljeselskaper som selver etter olje, vil alle personer som i egenskap av å være ansatt til å arbeide på plattformen kunne observere fremgangen i boringen. Disse vil ha tilgang allerede når det foreligger omstendigheter som tilsier at det foreligger insideinformasjon i forbindelse med boringen. En lang og omfattende liste kan gi myndighetene grunnlag for å konstatere at selskapet ikke har tilstrekkelige rutiner eller at de i strid med taushetsplikten gir informasjon til personer som er å anse som uvedkommende. Men det betyr ikke at dette berører

listeføringsplikten direkte, det relevante der er å identifisere alle som får tilgang, og identifisere og begrunne tilgangen.

Selskapet skal gjøre det som er mulig for å hindre at innsideinformasjon tilfaller uvedkommende. De skal altså ha rutiner som sørger for at innsideinformasjon behandles konfidensielt og at tilgangen i størst mulig grad styres av selskapet. Dette innebærer et krav til å være organisert på en måte som ikke medfører at samtlige ansatte får tilgang uten at de har behov for det. Utsteder skal i utgangspunktet vite hvem som kommer til å få tilgang allerede i og med at innsideinformasjon oppstår i den aktuelle avdeling eller i forbindelse med det aktuelle prosjekt. Hvem som videre gis tilgang må begrenses og søkes kartlagt gjennom rutiner for dette. Viktigheten av at utsteder sørger for full kontroll med hvem som får tilgang kan også belyses ut i fra kravet til å sørge for at de som får tilgang er kjent med de plikter og det ansvar som gjelder i relasjon til besittelse av innsideinformasjon. Som nevnt skal dette sørges for senest samtidig med at de får muligheten til å gjøre seg kjent med innsideinformasjonen.

Dette tilsier at det ikke er tilstrekkelig grunnlag for å tolke bestemmelsen innskrenkende med hensyn til hvem som skal føres på listen. Den klare regel er at utsteder selv må sørge for tilstrekkelig kontroll med hvem som får tilgang til innsideinformasjon.

3.7 Straff for mangelfull listeføring

Overtredelser av verdipapirhandellovens § 3-5 er straffbart som forseelse jf. § 17-3 andre ledd nr. 1 og tredje ledd. Både forsettelig og uaktsom overtredelse omfattes, og kan straffes med bøter eller fengsel i inntil ett år. Ansvarssubjektet etter § 3-5 er som konkludert med over alene utstederforetak, men det fremgår av ordlyden i straffehjemmelen at straffeansvaret kan være personlig jf. bruk av begrepet ”den som”. Således kan det tenkes

at fysiske personer i utstederforetaket som blir gjort ansvarlig for listeføringen kan straffes, men for praktiske formål vil det bli tale om foretaksstraff.⁹⁵

Utsteder skal som pliktsubjekt ”*sørge for*” at det føres korrekt og rettidig liste. Hva som skal til for å oppfylle dette vil avhenge av omstendighetene. En ren delegasjon vil ikke nødvendigvis være tilstrekkelig, men dersom utsteder ved delegasjonen har tatt de nødvendige forholdsregler og kontrollert at den han delegerer til har god kontroll og gode rutiner, *kan* utsteder bli fri for ansvar. Men det skal nok en del til. Uansett vil den som har fått ansvar av utsteder til å føre liste vil dog aldri kunne bli straffet for mangelfull liste etter § 3-5 jf. § 17-3 andre ledd. Finanstilsynet oppfordrer til at utsteder ved delegasjon forankrer plikten i oppdragsdokument eller lignende, men presiserer at dette ikke nødvendigvis er tilstrekkelig for at utsteder er fri for ansvar.⁹⁶

Det stilles ikke krav til grov eller gjentatt overtredelse slik som det gjør for brudd på informasjonsplikten etter § 5-2 jf. § 17-3 første ledd nr. 6. Kredittilsynets forslag om å begrense straff til grove eller gjentatte overtredelser, ble ikke vurdert som hensiktsmessig av departementet.⁹⁷ Adgangen til å ilegge foretaksstraff er fakultativ, og det skal foretas en hensiktsmessighetsvurdering selv om vilkårene for straff i seg selv er oppfylt. Dette vises i hjemmelsbestemmelsen for foretaksstraff i straffeloven § 48a som sier at foretaket ”*kan*” straffes dersom en lovbestemmelse er overtrådt.⁹⁸ Ved utøvelsen av ”*kan*”-skjønnnet skal det blant annet legges vekt på de momenter som er listet opp i lovens § 48b, momenter som relaterer seg til overtredelsens karakter og bakgrunn. En slik hensiktsmessighetsvurdering av straffeansvaret i den enkelte sak skal foretas også der det er påtalemyndighetene som har kompetanse til å avgjøre spørsmålet.⁹⁹ Dette medfører samlet sett at skillet mellom mindre

⁹⁵ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) punkt 6.4

⁹⁶ Rundskriv 28/2011 punkt 6.3

⁹⁷ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) punkt 6.5

⁹⁸ Lov av 22. mai 1902 nr. 10

⁹⁹ Ot.prp. nr. 27 (1990-1991) punkt 6.1

og grove overtredelser ikke får noen særlig praktisk betydning fordi det sjeldent vil være aktuelt å straffe de mindre overtredelser uansett, sml. § 48b litra b.¹⁰⁰ Et annet moment som vil være særlig relevant å se hen til er om det var mulig å forebygge overtredelsen gjennom retningslinjer, instruksjon, kontroll eller lignende jf. 48b litra a. Her vil foretakets gode rutiner for sikker håndtering tale mot straff. Det følger av rettspraksis at det også vil være relevant å legge vekt på hvor sentral og viktig bestemmelse som er overtrådt.¹⁰¹ Selv om listeføringsplikten er sentral for myndighetenes kontrollmulighet, kan en hevde at plikten ikke er særlig sentral sammenlignet de øvrige adferdsreglene. Dette vil kunne forsterke tyngden av de øvrige hensyn som taler mot straff.

4 AVSLUTTENDE BEMERKNINGER

Alt i alt kan en si at plikten til å føre innsideliste er en relativt streng forpliktelse som pålegges utstedere av finansielle instrumenter. § 3-5 er også langt strengere i forhold til innhold enn det som følger av den EØS-rettslige forpliktelsen, uten at det innrømmes særlig spillerom i forhold til de problemer foretakene har med å føre listen. Men pliktens strenge karakter kan dog være gjenstand for modifikasjoner gjennom vurderingen av om straff for overtredelse bør ilegges jf. straffeloven § 48a jf. § 48b.

Det er klart at innsidelistene bidrar med informasjon som tilsynet ellers ville hatt vanskelig for å få tak i. At listene dermed har en funksjon som sørger for at kontrollen effektiviseres er det liten tvil om. Også listeføringspliktens funksjon i forhold til at selskap det foreligger innsideinformasjon om må anstrenge seg for å sørge for at informasjonen ikke når personer som ikke har behov for den, og at de som har behov for den ikke får informasjonen før det er klart at de har kjennskap til reguleringslovgivningen, innebærer klart en preventiv effekt mot lekkasjer og misbruk. Men det kan diskuteres om disse hensyn kan forsvare at utsteder pålegges en såpass streng strafferettslig plikt som byr på både vanskelige rettslige

¹⁰⁰ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) punkt 6.4

¹⁰¹ Eks. Rt. 1982 s. 1022

vurderinger og praktiske utfordringer. Det er ikke bare norske selskaper med god kjennskap til reglene som omfattes, også utenlandske selskaper omfattes. For strenge og uhensiktsmessige regler vil påvirke transaksjonskostnadene og kunne virke fordyrende på kapitalen, og virke konkurransevridende slik at handelsaktiviteten trekkes mot billigere markedsplasser.¹⁰² Etter min mening burde det vært større spillerom og adgang til at plikten kan anses oppfylt også der listene er mer standardiserte. Særlig der problemene for utsteder medfører fare for at listene blir mangelfulle.

Også det forhold at plikten etter norsk rett alene pålegges utsteder kan diskuteres. Etter MAD pålegges listeføringsplikten både utstedere og dem som arbeider på oppdrag eller regning for utsteder. En slik fordeling kan ha gode grunner for seg. Hvert enkelt selskap vil ha en bedre mulighet til å ha kontroll over situasjonen og informasjonsflyten internt i selskapet. Pålegges disse i tillegg en strafferettslig plikt, er det grunn til å anta at dem vil anstrenge seg ytterligere for å sørge for at listene oppfyller lovens krav. Jeg ser ikke noe problem med at plikten i det minste pålegges dem som allerede har plikt til å sørge for å ha rutiner for sikker behandling av innsideinformasjon, altså juridiske personer som regelmessig er i besittelse av innsideinformasjon. Selv om listeføringsplikten i norsk rett anses som en viktig forpliktelse som følger av det å være børsnotert eller notert på annet regulert marked, bør også de som tjener penger på å utføre tjenester for slike selskaper kunne pålegges en plikt uten at dette er å anse som urimelig på noen måte.

EU-kommisjonen har foreslått en forordning om markedsmissbruk (MAR) samt et direktiv som setter minstekrav til strafferettslige sanksjoner som per dags dato er til parlamentets gjennomlesning.¹⁰³ I MAR er det foreslått å fastsette en standard for innsidelister av hensyn

¹⁰² NOU 1996:2 side 24

¹⁰³ Regulation on insider dealing and market manipulation (MAR), COM(2011) 651 final / 2011/0295 (COD), Direktive on criminal sanctions on insider dealing and market manipulation COM(2011) 654 final / 2011/0297 (COD)

til pliktsubjektenes kostnader ved å måtte følge de ulike nasjonale regler.¹⁰⁴ Dersom MAR blir godkjent av parlamentet vil det innebære at Norge må gjennomføre forordningens bestemmelser ”*som sådan*” jf. EØS-avtalens art. 7 litra a.¹⁰⁵ Det vil si et krav om ordrett gjennomføring, uten noen skjønnsmargin. Vedtas forordningen av parlamentet slik den lyder nå vil dette innebære store forandringer i forhold til verdipapirhandellovens § 3-5. Blant annet vil plikten til å føre liste bli utvidet til å gjelde selskap som arbeider for utsteder, og da kun i forhold til selskapets interne.¹⁰⁶ Dessuten vil innholdet i listene måtte følge den standard EU-systemet legger opp til.

¹⁰⁴ MAR fortalen avsnitt 27

¹⁰⁵ Se EØS-loven

¹⁰⁶ Se MAR art. 13

LITTERATURLISTE

Lover

Kongeriget Norges Grundlov, given i Rigsforsamlingen paa Eidsvold av 17. mai 1814

Almindelig borgerlig straffelov av 22. mai 1902 nr.10 (straffeloven)

Lov om gjennomføring i norsk rett av hoveddelen i avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS) m.v. av 27. november 1992 nr. 109 (EØS-loven)

Lov om verdipapirhandel av 19.juni1997 nr. 79 (verdipapirhandelloyen) [opphevet]

Lov om endringer i verdipapirhandelloyen og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmissbruksdirektivet mv.) av 4. mars 2005 nr. 11

Lov om regulerte markeder av 29. juni 2007 nr. 74 (børsloyen)

Lov om verdipapirhandel av 29. juni 2007 nr. 75 (verdipapirhandelloyen)

Forskrifter

Forskrift av 17.januar 1994 nr 30: Børsforskrift [opphevet]

Forskrift om forbud mot handel i aksjer mv. og rapporteringsplikt for handel i finansielle instrumenter for tjenestemenn i Finanstilsynet av 15. september 2006 nr. 1067

Forskrift om regulerte markeder av 29. juni 2007 nr. 875 (børsforskriften)

Forskrift til verdipapirhandelloyen av 29.juni 2007 nr. 876 (verdipapirforskriften)

EØS-lovgivning mv.

MAD

Directive 2003/6/EC of the european parliament and of the council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse),
tilgjengelig på <http://www.eur-lex.no>

Tredje gjennomføringsdirektiv	Commission directive 2004/72/EC of 29 April 2004 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards accepted market practices, the definition of inside information in relation to derivatives on commodities, the drawing up of lists of insiders, the notification of managers' transactions and the notification of suspicious transactions tilgjengelig på http://www.eur-lex.no
-------------------------------	--

CESR/02-089d	CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive http://www.esma.europa.eu/system/files/02_089d.pdf [sitert 22. november 2012]
--------------	---

Forarbeider

NOU 1996:2	Verdipapirhandel
NOU 2006:3	Om markeder for finansielle instrumenter
Ot.prp. nr. 12 (2004-2005)	Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet mv.)
Ot.prp. nr. 34 (2006-2007)	Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven)
Ot.prp. nr. 29 (1996-1997)	Om lov om verdipapirhandel

- Ot.prp. nr. 72 (1990-1991) Om lov om endringer i lov 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel samt endringer i enkelte andre lover. (Innsideregler og emisjonskontroll m.v.)
- Ot.prp. nr. 27 (1990-1991) Om lov om endringer i straffeloven m.m. (straffansvar for foretak)
- Kredittilsynets høringsnotat *Begrenset revisjon av verdipapirhandelloven mv. – implementering av EUs markedsmisbruksdirektiv av 3. mars 2004, tilgjengelig på <http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/hoeringer/hoeringsdok/2004/horing-begrenset-revisjon-av-verdipapirh/3.html?id=459105>*
[sitert 30. oktober 2012]

Rettspraksis

Rt. 1982 s. 1022

Rt. 1995 s. 530

Rt. 2001 s. 382

Rt. 2012 s. 619

Børssirkulær og rundskriv

Børssirkulær fra Oslo Børs nr. 3/2005 *Nye regler om informasjonsplikt mv. m/vedlegg*

<http://www.rechtsdata.no>

[sitert 25. august 2012]

Rundskriv fra Kredittilsynet nr.14/2005 *Lov om verdipapirhandel – enkelte kommentarer til kapittel 2 og 3* <http://www.rechtsdata.no>

[sitert 20. august 2012]

Rundskriv fra Kredittilsynet nr.9/2009 *Lov om verdipapirhandel – enkelte kommentarer til kapittel 3 og 4* <http://www.rechtsdata.no>
[sitert 20.august 2012]

Rundskriv fra Finanstilsynet nr. 28/2011 *Lov om verdipapirhandel – enkelte kommentarer til kapittel 3 og 4* <http://www.rechtsdata.no>
[sitert 20. august 2012]

Juridisk litteratur

- | | |
|------------------|--|
| Bergo (2008) | Bergo, Knut <i>Børs og verdipapirrett.</i> 3. utg. Oslo, 2008 |
| Bugge (2011) | Bugge, Amund Fougner <i>Oppkjøp av selskap notert på regulert marked – en oversikt.</i> Tidsskrift for forretningsjus nr. 4 (2011) s.241-254.
http://www.rechtsdata.no |
| Eckhoff (2001) | Eckhoff, Torstein <i>Rettskildelære.</i> 5. utg. Oslo, 2001 |
| Eskeland (2006) | Eskeland, Ståle <i>Strafferett.</i> 2. utg. Oslo, 2006 |
| EØS-rett (2011) | <i>EØS-rett.</i> Fredrik Sejersted ... [et al], 3. utgave. Oslo, 2011 |
| Myklebust (2011) | Myklebust, Trude <i>Innføring i finansmarkedsretten.</i> Bergen, 2011 |
| Mæland (2012) | Mæland, John Henry <i>Norsk alminnelig strafferett.</i> Bergen, 2012 |

Rognlien (2009)

Rognlien, Frede A. *Reguleres det uregulerte?* 2009

http://www.nfmf.no/filestore/Artikkelotc_2009_2_.pdf

[sitert 11.10.2012]

